全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GAME PLAYING IN WALL STREET

博弈华尔街

汪 翔 著

東方出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汪 翔著

東方出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

责任编辑：杨美艳
版式设计：曹　春

图书在版编目(CIP)数据

博弈华尔街/汪翔 著. -北京：东方出版社，2010.9
ISBN 978-7-5060-3941-3

Ⅰ.①博…　Ⅱ.①汪…　Ⅲ.①股票-证券投资-研究-美国
Ⅳ.①F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 124114 号

博弈华尔街
BOYI HUAERJIE

汪　翔　著

东方出版社 出版发行
（100706　北京朝阳门内大街 166 号）

北京瑞古冠中印刷厂印刷　新华书店经销

2010 年 9 月第 1 版　2010 年 9 月北京第 1 次印刷
开本：710 毫米×1000 毫米 1/16　印张：20.75
字数：303 千字　印数：0,001-8,000 册

ISBN 978-7-5060-3941-3　定价：39.50 元

邮购地址　100706　北京朝阳门内大街 166 号
人民东方图书销售中心　电话（010）65250042　65289539

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

一

立足世界强国之林，赢得金融市场博弈的胜利，是一件很需要智慧的事情。深入剖析和理解华尔街竞争对手的行为特点，知己知彼，才能百战不殆。

正如2010年版《中国外交》白皮书所指出的，由于金融危机导致国际力量发生的变化，国际体系格局也开始发生重大变革。主要大国就各种全球性问题的博弈战略，在此基础上进行了深刻的调整，中国在国际上的话语权越来越大。进入后危机时代，中国所面临的机遇和挑战同时出现，并且前所未有。各大国正着眼于后危机时代的国际竞争格局，因时谋势，纷纷调整自己的发展战略、对外政策，抢占后危机时代的战略制高点。国际社会更加重视中国的作用和发展经验，但同时也存在有意识地“高估”中国发展水平的现象，这实际上还是为了要求中国承担超出自身经济实力的责任。世界经济自2009年夏末开始出现企稳回升的迹象，但全面复苏的基础仍不牢靠。大国之间新一轮调整互动的主线，是既竞争又合作，大国之间的协调合作明显增多，相互关系的务实性和稳定性有所上升，但利益差异不会消失，矛盾与摩擦也不可避免。

意识形态之间的斗争已经被为了各自利益而进行的博弈所取代。世界已经进入了一个完全不同的博弈时代。金融市场上的博弈，又成为这场博弈的主战场之一。深入理解华尔街人的行为特点，总结自己在一场大的对垒回合之后所获得的经验与教训，是一件很有意义的事情，这也是本书的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要工作之一。

2010年1月4日，中国人民银行行长周小川警告说，中国目前在实体经济领域的一些产业，已经出现了明显的产能过剩现象。国内企业将大量信贷资金投向重复建设或产能过剩项目，不仅有违经济结构调整的发展目标，也会给银行信贷质量带来风险。在这种尴尬的局面下，为了应对金融危机可能导致的后续风险，央行还将不得不继续执行适度宽松的货币政策。

在国内消费只占国内生产总值三分之一、内需严重不足的中国，经济增长的主要驱动力还不得不继续借助于投资驱动，而投资驱动又将继续加重产能过剩。很可能，产能过剩还会是未来几年中国不得不面对的比通货膨胀更难以对付的风险。流动性过剩将引导资产价格的上升，导致泡沫的形成和膨胀，犹如天价的房地产和遍及中华大地的“房奴”，已经持续亮着闪闪的红灯。2006年时银行借贷增加16%带来了13%的经济增长率，2009年在此基础上一倍的借贷增长带来的却是8%的经济增长率。

流动性过剩，经济发展不得不继续依赖投资驱动，投资带动经济增长的效率越来越低，结果只能有一个：银行坏账和呆账的累积。再者，由于中国经济遭受金融危机的打击相对较小，而人民币相对美元的汇率又一直被国际金融市场认为被人为低估，结果导致大量以投机为目的的热钱流入，继续推高国内的资产价格，吹大原本就很大的泡沫。

在这个严峻的时刻，一场类似于次贷危机的金融危机，会不会很快就会在中华大地上演？正是带着这种担心和忧虑，我完成了这本对于国际金融市场博弈行为特点的分析著作，希望能够帮助投资者和金融从业者，更深入地理解世界上那些金融大鳄们的博弈特色，它们所拥有的优势和软肋，使我们能在未来的岁月里，不仅仅做到更好地防范新危机的出现，而且，还能够成为战胜这些对手的智慧投资者。

改革开放三十年，中国取得了巨大的、举世瞩目的经济成功。在为这种成功感到自豪的时候，我们是不是该好好思考一下自己的弱点到底在哪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里？这些弱点会不会成为今后三十年经济继续发展中的硬伤？

金融是经济系统健康发展的基石和保证。中国的金融业在这次危机中虽然也遭受挫折，但毕竟损失有限，值得庆幸。那么，这是不是说明中国金融机构对垒世界金融市场上的玩家就已经是一位高手了呢？如果是，为什么主动出击的小分队几乎全军覆没？如果不是，为什么中国的银行和保险公司的市值在危机之后又那么容易地被排在靠前的位置？为什么中国的工商银行一度能够成为世界上市值最高的银行？这到底说明了什么，又能够说明什么？市值的排名高低，是不是就意味着一家金融公司的实力和水平，特别是在这么大的危机之后？

有人说，中国所有金融机构的人才加在一起的实力和水平，都难及一个美国国际集团，如果美国国际集团都那么容易败落，中国金融机构参与世界金融市场的博弈，是不是就是凶多吉少？如何面对这种参与也不行，不参与也不行的尴尬处境？这次金融危机中到底是谁在得利，谁受伤最厉害，它们各自有着什么样的特点？这些特点又能够给予我们什么样的启迪？

回答或者帮助大家回答这类问题，就是本书写作的目的。回答的这些问题涉及很复杂的经济、金融，甚至是体制方面的优缺点的分析。在我看来，如果期待在金融市场的博弈中取胜对手，除了需要大量的金融创新之外，与之配套的体制创新恐怕也是很重要的一个环节。在经济发展已经达到目前这样阶段的今天，过去长期以来被“搁置”不予解决的问题，是不是已经到了必须正视的时候了？如果继续“搁置”，中国的经济发展又到底能够走多远？本书的很多分析，对于期望在这方面的思考有所深入的读者，应该是有所帮助的。

这是一本对华尔街的狡诈、贪婪和华尔街人内在弱点的解析著作。我以时间为主线，比较详细地解读了金融风暴产生和形成的过程，危机之后美国政府的救市行动，并且评估了后危机时代的世界格局变化和特点。特别是分析了美国和中国在后危机时代的不同特点，所必需面对的挑战和问题。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这同时还是一本投资案例书，通过解剖金融危机这个大案例，为投资者解读危机中各个博弈主体是如何虚虚实实、假假真真来施展自己的手段，为了自身的利益来忽悠民众和对手的。通过对这个事件完整深入的解读，我们能够从一个比较高的角度来看清金融市场玩家和各国政府、政治家在危机关头是如何作为的。如果你不能够明白这帮人的真面目，还一直以为，名声显赫的金融机构是可靠的，政治家、政府官员是可信赖的，那么，你还是会一次次遭受巨大的投资损失，被他们忽悠、被他们利用。而且，你被人利用，可能最后的结果还是基于满足对方的需要而不是双方共同的利益。如果你想成为一个成功的投资者的话，你就得处处小心，时时防范。

本书还对危机前中国金融机构在海外的几笔大的投资失误的原因和必然性做了解读，对于其中的致命伤进行了分析。如果大家能够好好反思一下几次几乎同样性质的投资失败，或许下次的损失会小一些，或者会有一点不同的对策。

这也是一本关于世界金融巨头经营成败之经验和教训的案例分析著作。这次金融风暴的最大特点就是，大量的大名鼎鼎的国际金融巨头都因为巨大的投资亏损而败落甚至是破产。他们曾经的成功历史是怎样的，为什么那历史上无数次在金融风暴中成功生存和发展的经验，在这一次就那么不灵验了呢，而且还是大家同时失误？

二

金融市场的对垒和军事战场的对垒有很多相似之处。况且，军事对垒的最终目的，也还是为了实现各自的经济利益目标。政治和军事最终是为经济利益服务的，只是金融市场对垒中各方对于这一目标的追求更为赤裸裸而已。正是由于此，我才从对垒的角度分析和评估了后危机时代世界格局的可能特点，展示了在这个新的时局之下，国家和投资者应该有的作为和机会。不仅如此，我还借助金融危机这个大案例，解读了《孙子兵法》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这部中国古代的伟大博弈书对于当今金融市场对垒的意义。从中读者能够看到，很多明显的策略性错误不仅出现了而且还是在一次次地重复出现。造成这种结果的背后人性根源，倒是在对垒中有很好的利用价值，如果我们能够看到这种实质性的东西的话。

类似的错误还会一次次重复出现，问题是我们得准备好，使自己在下一场博弈中成为赢家。对于本书的深入理解，可能读者还需要读读我在商务印书馆出版的那本《危机与败局：金融风暴根源解密》，那里对危机的根源，特别是对那些听上去玄玄乎乎的 CDO、CDS 之类的金融产品进行了深入的理论上的挖掘。再者，我还围绕次贷危机产生的逻辑原因，从比较长的历史时段，解读了美国房市泡沫的发生、发展、特点和泡沫破灭的必然性。通过对美国经济和政治跨越几十年的演变的历史时空分析，通过对投资和风险评估理论基础的深入挖掘，获得了很多在表面看无法理解的问题的分析结果。对于目前中国的房市风险所在，应该也有很大的启迪意义。

那本书所关注的和所强调的重点，和本书有着很大的不同。在这里，我主要是在谈论最近三年发生的事情，分析了这三年中各个经济和政治主体作为金融博弈市场上的一个玩家，所做的各种各样的决策和选择。有些选择事后看来很滑稽，有些充满智慧，有些则显得很笨拙。在如此巨大的金融风暴中，成功的案例很少，但失败的案例却非常之多，这是一个让人寒心的事实。不少百年老店，世界级金融巨鳄的败落，将给我们很多珍贵的经验和教训。对于它们的深入分析，是一个必须做的事情。

而从长期来看，公司的核心竞争力和它的成长性才是一个公司的价值所在。美国金融公司虽然在这次危机中损失巨大，但它们的核心竞争力还在，就如同一只受伤的狮子，一旦恢复体力，就会显示出很强的攻击能力。

军事家说，胜败乃兵家之常事。投资战场的情形也是一样。一次性的投资成功说明不了太多的问题，价值更大的是你为什么成功了。如果你是基于一种错误的经营哲理和投资理念的原因而获得的侥幸成功，那么，这



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种成功可能比失败还要可怕：因为，侥幸的成功又进一步将错误的经营哲理和投资理念在你的头脑里加固了。这就叫做无知者无畏，这和初生牛犊不怕虎还不是一回事。

中国金融公司在这次金融风暴中之所以能够得以保存实力，并不是因为这些公司很精明，竞争力真的很强。相反，是这些公司不知道怎么到世界金融市场去博弈，没有办法，只好派出小部队出去练练兵，结果，这些小股部队最后基本上全军覆没，血本无归。

如果从这些小股部队本身的亏损比例来看，中国金融公司的损失比很多处于金融风暴漩涡中心的外国公司还要惨。中国金融公司得以保存实力，还有一点是因为政府给予的垄断权力，使它们能够借助这种权力，来从国内吸取大量的民众财富，从而填补了亏损的窟窿。长久下去，充其量也就是国内财富的再分配。同时抑制了更有竞争力的新金融市场玩家的出现，让它们没有生存的土壤。

如果仔细算一下，看看中国的金融机构在中外赚到了什么，看到的事实可能让我们感觉很可怜。这和中国经济的崛起这个事实极不相称。什么时候中国的金融机构不再需要依靠政府给予的垄断地位，能够真正走出去，在世界经济舞台上大赚他人的票子之时，才是中国真正富强的时刻。

靠出卖体力和青春来赚取低价血汗钱，不仅辛苦而且赚到口袋中的钱还很不牢靠，代价高昂，长期而言得不偿失。金融对垒靠的是智慧和胆识，靠的是知识和团队的合作。只有金融制胜，中国的经济才能称得上是强大和实力雄厚。

对于中国一步步走向富强，我们为之高兴。中国的富强本身，对于世界和人类也是一件大好事。同时，我们也应该看到，中国成为一个世界强国还有很长的路要走，而且，后面的步伐将远比已经迈出的要难走得多。增强金融对垒实力这个目标的实现，本身就是一个艰难的旅程。一个国家达到小富也许并不难。但是，如果想保持长久的竞争力，靠打工攒钱是做不到的。必须靠国家的“金融舰队”出去攻城略地，战无不胜。

一个国家经济的繁荣，特别是长期的繁荣和富强，离不开一个强大有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争力的“金融舰队”。如果把中国目前取得的经济成功比做是成功地建立了一支实力不错的陆军的话，那么，如果大家期望这支军队能成为一支攻无不克战无不胜的常胜之军，就不能没有一支强大的空军、海军甚至是战略威慑部队。金融舰队在这里就是海军，是它让军队能够驰骋沙场和翱翔天空，同时，也是它让国家可以制胜于千里、万里之外。

三

一场金融危机，搞得整个世界鸡犬不宁，让无数人伤痕累累。那么，在危机发生的一年多之后，再回过头来看，我们又得到了什么样的启发呢？这本书基于对金融危机演进过程的分析，让我得出了很多很有价值的结论，其中就有下列十条。具体的原因和分析，读者需要通过阅读本书去自己获得。

1. 金融市场就是一个以忽悠为主旋律的博弈场，而且，越是实力雄厚的百年老店，越是声誉卓著的世界级金融巨头，就越是能够及时发现忽悠他人获得利益的机会；而且，也是他们能够最有效率地通过忽悠对手和普通投资者，来获得自己个人和自己所在公司最大的经济利益。这次金融危机正是大量金融机构相互博弈，同时合作算计普通投资者和“外国佬”，最后导致大规模投资失败的结果。

2. 即使是在声誉极好的金融机构里面，个人利益也总是第一位的，处于第二位的公司利益最终是为了个人利益服务的。这种相依和相克的矛盾，有时候会成为击垮一个实力雄厚的金融机构的力量。美国国际集团的例子最明显。实际上，所有金融公司在危机中之所以会出现问题，基本上都是因为这点。

3. 如果大家都觉得安全的、历史数据也“证明”是安全的投资对象和投资模式，很可能也是一个失败的模式。它的失败并不是因为方法本身，而是因为有太多的金融机构和个人相信它的安全性。在大家都基于类似的模式投资轻易地赚大钱的时候，这种模式的风险也就可能会越来越高。短

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反倒是一个下策。金融危机正好给中国的金融机构提供了一次难得的学习和演练的机会，我们应该借此机会适度放开准入门槛，借机打造自己强大的金融对垒航母。从长远来看，国际金融狙击手不会轻易放弃对中国的进攻，早做准备，早训练好自己的团队，才是上上之策。以进为退，以攻为守，能攻能守，才能打造一支常胜之军。

7. 金融危机让不少的美国金融巨头损失惨重，但是，中国的金融机构并没有借机获得什么大的斩获，这本身就是一次失败。对失败的理解，不应该仅仅停留在已有资产的损失上。对于能够获利机会的放弃，特别是对巨大的获利机会视而不见或不敢操作，这种失败从长远看所带来的损失可能更大。

8. 当美国经济学家和美国政府在大加赞赏中国政府的某种做法时，很可能这种做法本身就有问题。在过去我们经常听到这样的警句："凡是敌人拥护的，我们就要反对，凡是敌人反对的，我们就要拥护"。现在，美国和中国之间更多的是利益方面的相依和在这种格局下为了各自利益的相互博弈与对垒，也就是人们常说的竞争中的合作与合作中的竞争。双方以意识形态的敌对为主的状态，应该已经快成为历史了。在新的形势下，怎么样在竞争中靠智慧获得优势，避免被对手忽悠获利，就是一个很需要技巧的问题了。

现在，美国人正一再告诉和“证明”，中国政府大量购买美国国债的正确和英明，还为此一次次派人来游说，这本身就说明了很多问题。如果你做的事情老是让自己的竞争对手感到很称心的话，那又怎么可能会是一件好事呢？如果有一天，中国持有的大量美国国债给自己带来巨大损失，成为中国被再次打败的“第二次鸦片战争”，那么，这种失败给自己带来的财产损失可能比第一次还要大得多。

9. 即使在危急时刻，政府出面对于金融公司的救助，目的应该也只能是出于稳定金融市场的目的，而不是为了任何个人的利益。因此应一切以纳税人（民众）的利益为着眼点。在救市过程中，美国政府对于纳税人利益的兼顾，美国救市政策的特点，也是值得大家好好学习和琢磨的一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比较一下中国和美国救市的特点和对纳税人利益的兼顾程度，是一件很重要的工作，能够获得很有意义的启迪。中信集团作为一家国有公司，对自己旗下私营公司解困的做法，值得好好反思。

10. 从表面看金融危机的危险时刻似乎已经过去，世界将很快迎来新的一轮经济繁荣。这种预期成为现实的可能性比较大，但也并不是绝对的必然。春天也还有倒春寒，这种寒流有时候还是致命的。救市使用的是“以毒攻毒”的办法，以大幅度增加流动性，来对付（因为流动性过剩而导致的）危机所带来的流动性的冻结，这样做的后遗症很大，后面的不可控因素太多，如何在可能出现的新的危机到来之前做好必要防范，是大家必须做的事情。为此，深入理解危机的核心和实质，并且在此基础上制定自己的对策，就是一个明智之举。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目　录

前　言 | 1

第一章 | 胜可知，而不可为 不该忽视的信号 | 1

第一节　汇丰陷困境 2
第二节　新世纪金融公司破产 6
第三节　对冲基金陷困境 10
第四节　劣迹斑斑的对冲基金 14
第五节　被神化的对冲基金 18
第六节　贝尔斯登的对冲失利 24

第二章 | 知己知彼，百战不殆 华尔街的对冲失败 | 29

第一节　冰山一角 30
第二节　愤怒的投资者 41
第三节　美林的智慧 48
第四节　贝尔斯登艰难度日 57

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五节 贝尔斯登的领袖 …… 67

第三章 兵贵胜，不贵久 风声鹤唳 81

第一节 对冲基金再显淫威 …… 82
第二节 花旗的兼并 …… 86
第三节 贼喊捉贼 …… 93
第四节 美利坚收购全美金融 …… 102
第五节 性与谎言 …… 110

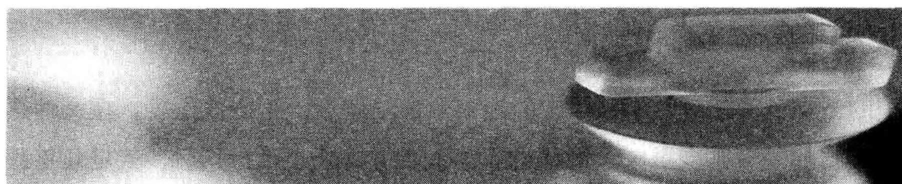
第四章 形兵之极，至于无形 华尔街的惨败 115

第一节 诺森罗克的困境 …… 116
第二节 瑞银陷危机 …… 120
第三节 牛市掩盖一切 …… 127
第四节 美联储的困境 …… 135
第五节 银行业伤痕累累 …… 139
第六节 富国银行虎口夺食 …… 146
第七节 美联银行败落的原因 …… 155

第五章 攻心为上，攻城为下 华尔街的忽悠 161

第一节 评级机构的忽悠 …… 162
第二节 银行危机全球扩散 …… 170
第三节 忽悠你没商量 …… 177
第四节 双管齐下 …… 185
第五节 消费者信心短期回升 …… 194
第六节 多米诺效应 …… 198

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一章
胜可知，而不可为
——不该忽视的信号

“昔之善战者，先为不可胜，以待敌之可胜。不可胜在己，可胜在敌。故善战者，能为不可胜，不能使敌之可胜。故曰：胜可知，而不可为。”

这是《孙子兵法》中的几句话。讲的道理很简单：真正的善战者，是那些先确保自己的安全，然后再寻找机会，特别是对手失误所给予的机会，来战胜对手的战将。而战机则是可遇而不可求的。作为良将，敏感地关注时局的变化，及时发现战机和利用好战机，就是获得胜利的基础和前提。

在这里，“胜利”包含了好几个方面的内涵：战胜敌人甚至是消灭敌人是一种胜利；在必要时保存自己的实力也是一种胜利；在自己的“体力”正在快速下降时，为了求得更好的生存机会，让自己的体力尽可能慢地消耗，借以赢得时间，也是一种很重要的胜利。但是这一切，在2007年时，似乎是被金融市场上对垒的战将们给忽略了。

在世界金融史上，2007年将成为一个值得记住和认真思考的一年。世界性的股市牛市在这一年达到顶峰，美国房市泡沫在这一年开始破灭，次贷危机即将发生的信号在这一年开始就一再送出。但是，与次贷危机相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关的一切负面信号，都被牛市的滚滚热浪给淹没、给掩盖住了。在这种热气腾腾的牛市氛围里，人们度过了一个难得的开心年。其后，就是几年甚至十几年的痛苦日子在等着大家。

第一节 汇丰陷困境

比较早的红灯信号，是从英国发出的。

早在2007年1月，当时世界上最大的银行集团[①]，发源自中国上海和香港的英国汇丰控股银行（HSBC Holdings），就已经意识到自己在次贷方面可能面临的巨大投资损失，并且开始增加自己在美国次贷投资方面的准备金数额。同时，公司还对股东发出预警：在随后的几个季度里，公司可能不得不继续大幅度地增加同样的资金拨备。

言下之意，公司很可能会面临更大的投资损失。增加储备，是因为公司已经意识到，这种投资损失出现的可能性已经比较大了，为了防止在亏损真正出现时造成措手不及，而事先拿出资金来做好准备。再者，有些亏损可能已经实际发生了，只是由于市场流动性不足等原因而暂时无法准确计算出来罢了。所谓资金拨备，就是商业银行为了对付自己贷款中在可预期的未来可能出现的坏账损失，而拿出来额外放到一边，随时准备支付因投资亏损而出现的账单的一笔款项。这种资金拨备，是一种法律上的要求，目的是为了确保银行的经营能够做到保守一些。

对于呆账部分资金拨备的要求，不同的国家所采用的标准可能会有些差别。即使在一个国家，在不同的时间段，也会有些差别。

根据中国财政部《金融企业呆账准备提取管理办法》，呆账准备包括一般准备和相关资产减值准备。该办法要求金融企业需以不低于风险资产期末余额的1%，来提取一般准备。而在相关资产减值准备中，除对坏

① 在金融风暴发生之后的2009年9月，汇丰的市值下降到1900亿美元左右，2007年10月份最高时一度高达3450亿美元的水平。在危机影响最深的2009年4月时，还下跌到900亿美元的市值规模。而没有遭受太大金融危机影响的中国工商银行的市值，在2009年年初时还有16700亿元人民币，相当于2400多亿美元。中国工商银行在这时候成为世界上市值最大的商业银行。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

账、长期投资的损失计提外，贷款损失准备根据五级分类标准，对于关注类贷款，计提比例为 2%；对于次级类贷款，计提比例为 25%；对于可疑类贷款，计提比例为 50%；对于损失类贷款，计提比例为 100%。次级和可疑类的计提比例，可上下浮动 20%，另有对特定国家、地区或行业发放贷款计提的特别准备。这种要求和国外政府做法有某些类似之处，虽然各国因为国情不同会有一些差异。

汇丰银行对美国次贷业务的卷入，是从 2002 年 11 月花了 155 亿美元购买了一家美国信用卡和次贷贷款金融公司即家庭金融公司（HFC），开始的。汇丰那次大手笔的购买行动，在当时还被一些金融界的人士看作是具有划时代意义的事情。

现在看来，即使是那些很专业的人都普遍看好的事情，也不一定就是真正的好事，最后，还真的只有历史能够告知真情。

这是一种商业博弈，各方面根据自己的解读再下赌注。那些看热闹的人，则在旁边享受评论他人博弈策略的快乐。而为数众多的投资者，则在这些看热闹的专业人士的引导下，也跟着下赌注而实际上自己并不是特别清楚自己到底在干什么。

很快，汇丰银行就将它购买的这家金融机构并入自己的公司运营系统之中，并且改名为“汇丰金融公司（HSBC Finance)”。转眼之间，这家新的公司，立马就成为当时美国市场规模第二的次级房屋贷款的提供者①。

收购这家公司之后，有那么几年时间，汇丰是从次贷市场的经营中获得了不少的好处。特别是在 2004—2005 年期间，任何公司，只要是拥有次贷债券的打包经营业务，就都会很赚钱。而且，你做得越多，也赚得越多。那时候，那是一份热钱和容易钱。也因为这家分公司的贡献，汇丰在其后好几年获得了不错的经营业绩。

然而，好景不长。在次贷危机发生之后，汇丰由于自己对美国次级房贷市场卷入太深，首先感觉到来自危机的冲击。不久之后的汇丰控股公

① 参阅：Tracy Alloway（Mar 02，2008），“HSBC hates subprime”，*Financial Times*。这种排名似乎和我后面谈的有些不一致，这里是当时那句话的出处。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司，则吃尽了来自这家分公司的苦头。成也次贷，败也次贷，到后来，也是这家公司，给汇丰带来了高达620亿美元的损失。在2009年3月，该分公司不得不关闭其在美国的全部房屋贷款部分的业务，而只保留了信用卡部分的运营，同时砍掉了6,000个职位。到这时候，公司才知道什么叫做后悔和盲目。看来，即使是实力雄厚如汇丰控股这样的公司，也喜欢跟风并且吃盲目跟风的亏。而且，干这种傻事的还远不止汇丰一家。

图1—1是汇丰控股在美国金融市场的股价变化图。从图形变化看，在2007年年初汇丰宣布公司业务受到来自美国房市影响之后，虽然也有所下跌，但是，跌幅并不是很大。而且，从四月份开始，股价又开始回升。可能是因为，在一个季度的观察之后，市场“看到”，那种来自次贷的影响只是暂时的，不值得大惊小怪。结果是，到2007年10月，汇丰的股价还创了新高。

危机发生之后，有不少人在自问和他问：为什么汇丰的信号被人们忽视了？为什么汇丰自己没有意识到问题的严重性？是汇丰在有意掩盖？还是汇丰当时真的没有看出问题？反正，其后又是好几个季度的歌舞升平。而且，2007年10月也是中国国内股市见顶的时候。同时，世界上的主要金融市场，也是在那个时候见顶的。也就是说，那是一个牛市时期，还是牛市期中投资者最狂热的时刻。在那种时刻，你期望人们头脑冷静，实际上是很困难的。

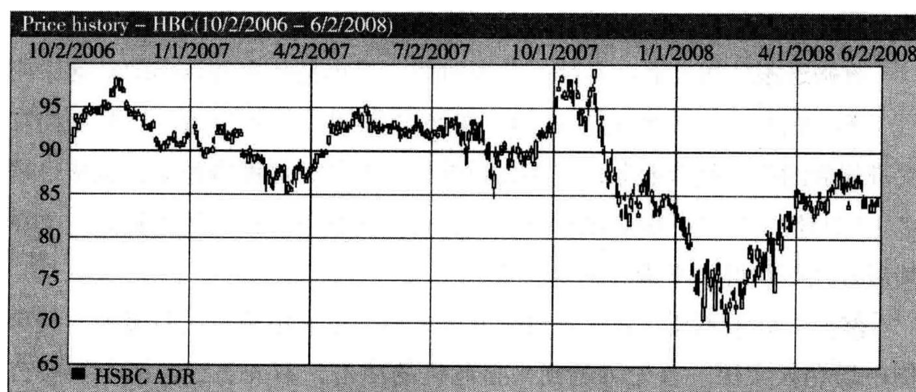


图1—1：汇丰银行在美国市场的股价因次贷危机而巨幅波动

（资料来源：MSN.COM）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界上的事情就是这么一环套一环。如果那时股市不是处于狂热的牛市期，或许人们会更为冷静一些，多做负面的思考，也就是多想点风险，少一点乐观。如果真的如此，后来的危机影响自然就会小很多。

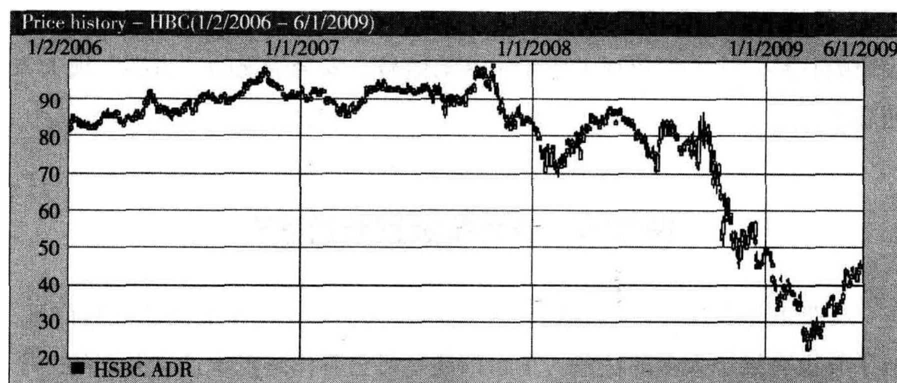


图 1—2：汇丰银行股价在金融危机中的变化图

（资料来源：MSN.COM）

图 1—2 是次贷危机发生前后的汇丰股价变化图。从这个图里，我们可以看出，汇丰的真正问题，一直到 2008 年晚些时候才开始为投资者所重视。而那时候已经是大家都已经意识到次贷危机的危害性，并且看到次贷危机将演变为全球性的金融危机的时候了。同时，还应该跟整个世界股市熊市的来临有关。

记得是从 2007 年年底到 2008 年年初，汇丰银行在美国的分行，就开始大幅度提高银行里的存款利息率，借以增加自己的现金额度。那时候，身边的不少朋友，都将自己的资金存入汇丰的定期存款之中。六个月的定期存款，折合成年利息高达 5%。2009 年 3 月时的一年期定期存款利息，已经降到这个数字的一半以下。而到 2009 年 8 月底时，美国银行六个月的定期存款的年利息率，已经降到 0.45 到 1.74 之间了。

2007 年 3 月，汇丰控股在公布公司的季度业绩时宣布，公司将再额外增加在美国次贷债券投资相关的准备金额 70 亿美元，这样一来，该银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行这时候所拥有的准备金总额就增加到了105.7亿美元。这一消息，让全球的金融股市受到沉重打击，人们开始关注次贷类债券投资对于银行业的影响了。不过，从汇丰银行在美国股市的表现（图1—2）来看，这个消息的影响也只是短暂的。从3月底开始，其股价又开始上升，直到2007年11月达到最高的100美元左右为止。那时也是中国股市的最高点。对股市的狂热，让人们忽视了危险来临的信号。安全为先的“古训”被大家遗忘了。

第二节　新世纪金融公司破产

从股市的表现看，在2007年年初时，人们对于汇丰亮出的红灯信号，似乎并没有给予太多的注意。华尔街还是将它看作是汇丰这家公司的一个个例，单独性事件，而且还是暂时性的单独事件。

对于不少人而言，股市就是一个对赌的赌场：是投资者和投资者之间，投资者作为资金的提供者和那些提供投资平台的投资资金的获得者之间的博弈和对垒。很多投资者还是“趋势投资者”，喜欢买高杀跌。正是这种特点，给了不少人玩弄股民的机会。同时，上市公司也常常会基于对这种心态的理解，通过各种各样的理由和借口，在自己已经感觉到明显的经营问题时，只要有可能，就会尽可能将危机的影响程度说小一点，能拖就拖，期望时间老人能够帮帮忙。

不少公司，在2007年时已经感觉到比较严重的来自次贷债券投资的问题，但是，由于股市环境比较好，就采取能够混一天是一天的办法。结果是，很多本来应该早就暴露的问题，没有被人们及时发现和及时处理，这又带来后面累积的更大危机。

如果是因汇丰的实力和分散经营，让投资者对它信心满满，这还说得过去的话，那么，在随后发生的来自美国另一家主要经营房贷按揭公司的信号，就已经是再明显不过的了。但是，华尔街似乎已经沉睡冬眠了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007年4月2日，是金融历史上一个黑暗的日子。作为美国当时第二大经营次贷类房屋贷款的公司——新世纪金融公司，在这一天申请破产保护。同时，它还宣布，将终止3,200人的雇佣合同，这个数字相当于当时公司全部雇员的一半以上。

公司申请破产，是在经历了一个很艰难的经营困难时期之后，没有办法才做出的不得已的选择。一家大公司的破产，不可能在一夜之间出现。那么，影响如此之大的新世纪金融公司的经营问题，为什么一直没有受到来自华尔街的重视呢?

有很长一段时间，在我的记忆中，这家公司在房贷市场相当活跃，广告也很多。而且，记得它的股票有几年也是华尔街的宠儿，推荐的人很多，升幅也很大。在美国的电视金融频道，还时不时能够看到人们在推荐这家公司的节目。是有不少人通过投资这家公司而发了横财，如果这些人在次贷危机出现之前及时撤出了的话。否则，最终他们看到的也只能是昙花一现的富有，似乎是做了一回美梦，只可惜最后不得不从梦中醒来。

优良的股价上升业绩，也从一个侧面说明，当时次贷行当的油水是如何的丰厚。也难怪有那么多的英雄在那个“美人”面前倒下了。

新世纪金融公司是一家总部位于加利福尼亚州的房贷金融公司。该公司成立于1995年，主业为次级抵押贷款。借助于美国房屋市场的狂热，公司成立之后业绩成长很快，到2007年年初时就已经拥有全职员工7,000多人，公司市值17.5亿美元，是当时美国仅次于全美金融公司的第二大次级贷款公司。

新世纪金融公司在2007年3月8日，就开始停止对外提供房屋贷款。公司当时给出的理由是，为它提供资金的银行不愿意继续注入资金。也就是说，它由于没有资金来源而不能够借钱给人买房子。不仅如此，它还因为公司自己已经采用的高倍数的金融杠杆，和自己所持贷款价值的贬值，需要有人给它紧急注入1.5亿美元的解困资金。

由于这笔资金的注入是美国法律要求的，在无人提供的情况下，公司很快就宣布破产保护。到3月14日，公司的市值已经降到区区5,500万



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元了。3 月 20 日，公司公布说，提供房贷市场流动性的房利美，已经停止购买自己公司的房贷，理由是，公司违反了相关的合同条款。并且，在这前后，公司还面临很多司法方面的问题。一直以来，美国的很多房贷公司，在贷款放出之后，就很快转手卖给两房——房利美和房地美，再由它们打包成房贷债券卖给华尔街的投资者。银行则由此获得新的资金去提供新的贷款。

新世纪金融公司的破产，并没有让反应灵敏的华尔街意识到自己已经成为锅中的青蛙，而锅中水的温度正在缓慢地上升。这一次，人们还是将新世纪金融公司的问题，归咎于公司本身的管理不善。也就是说，和汇丰的情形类似，那也是一个单独公司的个别现象。到了这个时候，也没有人将它和汇丰的警告联系起来仔细分析一下。

在美国市场提供次级房贷的两家大公司，都同时出现了严重的投资损失问题，居然没有人注意到，或者说，没有多少人很认真地思考一下它所意味的后果。其他一些大量投资次贷相关债券的金融公司的投资风险，和为这种次贷债券提供安全保险的美国国际所可能面临的风险，也没有人在乎。如果你看看那时候美国国际的股票价格，你会发现，当时公司还在享受 70 美元一股的高价[①]。似乎没有谁会认为，汇丰和新世纪公司已发出了明显风险提示信号。

华尔街是一个非常讲究逻辑的地方。而且，金融投资实际上玩的就是一种逻辑游戏，是一种大家基于类似的逻辑所进行的博弈行为。每一天参与市场的各个公司都会给出自己的经营信号，政府方面也会给出经济大环境的运行信号。投资者就基于这些信号，再根据自己的特点从各自的角度来解读它们，然后再在这种解读的基础上下赌注。

如果说，汇丰的信号和新世纪金融公司破产的真实含义，完全被华尔街忽略了也不仅如此。有人注意到了问题的严重性，但为数很少。更多的

① 美国国际集团的股价在 2009 年 7 月 1 日时，由于遭受金融危机打击下跌太厉害，而做了 20 股合一个的股份合并。在 2007 年时的 70 美元一股，就相当于 2009 年 7 月之后的 1,400 美元一股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人，还是期望这只是一个暂时的单个个体的现象。人是很容易被自己的期望和暗示所说服的。当怀有同样期望和暗示的人多了以后，短时间里，似乎那就是现实。结果是，大家自己将自己给愚弄了。

这种安稳的日子一直过到了2007年7月27日，这是全球股市第一次因美国次贷问题而出现的大幅度普遍下跌联动。其后，就是次贷危机时代的“真正”到来。

顺便说一句，有一种可能性是，当时华尔街一些大的金融公司的不少关键人物，在汇丰和新世纪金融公司事件之后，已经意识到了次贷危机的可能冲击力。但是，由于大家都涉足太深，手中持有的次级房贷制成的债券比较多，都明白自己一时半刻也无法出手。在这种情形下，即使自己明白自己所处的危险处境，装糊涂可能比显示明白还要有意义。因为，如果你采取手段果断出手，一则，由于流动性有限，自己的持有量很大，很难做到。再则，市场已经开始变得非常敏感，一旦谁开始动手撤退，结果就是兵败如山倒，一发而不可收拾。这时候，作为博弈的各方，特别是对那些已经被锁牢的投资者，他们的最好策略就是，装做什么也没有发生，没有什么大不了的，让那些外围的投资者继续保持乐观。只要有人愿意继续注入资金，问题就会慢慢得以解决。这实际上就是在唱诸葛亮那样的“空城计”。

有不少的美国大佬曾经反复说过：很多时候，重要的并不在于你有没有能够制服对手的武器，而是在于对手是不是认为你有。如果对手认为你有，你有没有实际上是无所谓的。这里所强调的“空城计”在金融市场上的重要作用，已经是再明显不过的了。

在危急时刻，这就是华尔街的“成熟”和狡诈。而且，从事后的消息来看，在很多大的金融公司，都有人出面说，当时，他们已经向公司的高层警告过可能的风险，但是，这些警告却被高层给有意忽略了。事实上，可能并不是被他们有意忽略了，至少不应该是被所有的高层都有意忽略了，而是他们已经没有选择。“忽略”成为那时候很多金融机构高层最好的选择。作为投资者，你不能够仅仅基于这些高层的镇定神态来做投资决



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策。否则，你获得的结果就会和司马懿一样。

第三节　对冲基金陷困境

2007 年 6 月 22 日，贝尔斯登（Bear Stearns）这家世界上最大的投资银行之一，向世界宣布，将对其旗下的两大对冲基金之一注入 32 亿美元的现金，救助这个因采用高额金融杠杆投资次贷债券而出现巨额亏损的基金。其后还在到处寻找资金，来救助自己旗下的另一只基金。从这时候开始，对次贷类债券的投资，人们“开始”意识到，几乎都出现了大面积的价值缩水问题。

中国金融机构注资 30 亿美元投资的美国私募基金公司黑石集团，也是在这一天在纽约证交所公开上市的。黑石上市的时机选择事后看来非常好。如果再晚哪怕是几个星期，它能够获得的价格就会低很多。如果中国的那个金融机构对于来自香港的那位大名鼎鼎的游说者的游说少点“尊重”，多做点自己的功课，行动稍微合理地缓慢一点，很可能其后的几十亿的投资亏损也不会出现。至少，即使是要参与投资的话，可以获得的条件也会好很多。对于一直关注美国金融市场动态的人来说，这时候危机的信号已经很明显了。在那个风口上还以那么苛刻的条件那么快地注入那么多的资金，那样的“效率”和纪录，恐怕也只有梁锦松能够做到。

在这之后，世界各地的问题也相继暴露了出来。2007 年 8 月 1 日，澳大利亚麦格理集团旗下的两只对冲基金也对外宣布，在头一个月，该基金因美国次贷问题，而出现了高达 50% 的投资亏损，受此影响，全球股市在当天哗哗大跌。

应该注意到，对冲基金和我们一般的投资基金还不一样，他们投资的很多东西，在很多时候并不是每天计算价值和价格的。所以，它这个 50% 的跌幅，可能并不是 7 月份一个月突然出现的。很可能是“突然计算”才“突然发现”的。也可能是捂了很久，想让时间来解决问题，最后发现其实是没法蒙混过关，才告知实情的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家说出来实话，许多家也跟着讲实话，也是到了不得不说实话的时候了。2007 年 8 月 2 日，法国巴黎银行旗下的对冲基金也宣布因美国次贷问题而出现巨额亏损。8 月 4 日，中国银行也宣布，由于在美国次贷债券的投资中的损失，将增加相关的准备金。这一消息，最终让市场明白，在次贷上，不单只是汇丰出现了问题，而是全球整个银行业都出现了问题。连中国的银行也卷入其中，亏损巨大。

对冲基金（hedge fund）是一种比较新的，在最近几十年才发展起来的一种投资基金形式。对冲基金的最大特点就是，它通过各种对消市场波动的手段，来达到消除投资基金的总体价值随市场上下剧烈波动并在此基础上来获得一定程度回报的投资办法。一般共同基金的投资特点是，基金管理者基于某种预先设定的规则，购买特定股票和债券，其后再通过一段时期的持有，最后达到获得红利和股息收益，甚至是资产增值的目的。和这种投资理念不同，对冲基金的投资策略是：即使是在整体市场出现大幅波动的情形，自己所在基金的价值也不出现剧烈的波动，在此前提下，来获得良好的投资回报。

对冲基金采用各种和普通共同基金投资不同的特别交易手段，像卖空、金融杠杆操作、电脑预先设定的自动程序交易、套利交易和金融衍生品交易等来锁定利润。如果说，普通的共同基金是基于一种比较被动的投资策略的话，那么，对冲基金则是基于更为主动灵活的、攻击和防守兼备的策略在进行投资了。

相对于普通的共同基金，对冲基金非常灵活，什么手段都可以使用。为了达到目的可以不择手段，就是对冲基金的投资策略。正是因为这种原因，虽然在目的上，对冲基金是要避免出现随市场剧烈波动而出现的价值波动，但它所使用的策略却并不一定就可以真的保证最后能够实现它想要实现的目的。美国著名的长期资产管理公司就是一个失败的规模巨大的对冲基金管理公司。

对冲，从本意上讲，就是对冲风险，是一种目的在于降低投资风险的行为或策略。套期保值，就是一种比较常见的风险对冲形式。也是因为这



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种原因，对冲基金有时候也被称为避险基金或套利基金，本意是“风险对冲过的基金”。

对冲概念在投资上的应用，起源于 20 世纪 50 年代初的美国。当时的操作目的，就是利用期货、期权等金融衍生产品以及和它们相关联的股票，通过实买空卖、风险对冲等各种不同的组合操作，在一定程度上规避和化解投资风险，也就是投资对象价值向下波动的风险。第一个对冲基金是在 1949 年诞生的。在这之后的三十年间，金融界没有多少人对于这种对冲的概念发生兴趣。真正出现对冲基金热潮的，是 20 世纪 80 年代，是金融自由化的结果。根据统计数据，从 1990 年到 2000 年的十年时间里，就有 3,000 多个新的对冲基金在美国和英国出现。2002 年之后，虽然对冲基金给投资者带来的投资收益率有所下降，但对冲基金的规模并没有减少。在 2005 年 10 月时，全球对冲基金所管理的投资资产总额，已经超过 10,000 亿美元。

而在 2008 年最顶峰时，对冲基金所管理的资金规模，更是在 25,000 亿美元左右。次贷危机所带来的巨额亏损，不仅让众多的对冲基金所管理的资产大幅贬值，而且，在这种巨额亏损面前，很多投资者选择撤出。

任何东西，只要是在华尔街人的手上玩上一阵就会变味，对冲基金也是一样。经过几十年的演变，对冲基金经理脑海中的对冲概念已经非常的不同，他们所管理的对冲基金，也已经失去开始时的风险对冲内涵。有人说，今天的对冲基金，实际上已经成为创新的投资模式的代名词：任何和传统的买进、坚守、再卖出的简单投资模式不同的投资策略，都可以被人们冠之以对冲基金的名分。

在金融市场最近几十年时间里，人们特别喜欢谈论金融创新。似乎是只有足够的金融创新才能够体现华尔街人的智慧。而在对冲策略上的创新，又成为华尔街最乐此不疲的事情。很长一段时间里，只要有人创出新手段，就会有很多投资者愿意送来投资资金，这样一来，基金的管理者就能够发大财。至于结果，只有做了之后才知道，等到那时候，投资者也只有后悔和叹息自己运气不佳的份。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不少时候，对于华尔街来说，搞个新的名词来忽悠投资者掏钱，就是一个最好的赚钱办法。而且，不少非金融界人士还很喜欢这种被人忽悠的感觉。对冲基金的管理者，也成为这种智慧型忽悠者中的一员。

在那么几十年时间里，对冲基金成为人们实验新的投资理论和更为复杂的金融市场操作技巧的试验场。拿着他人的资金来做实验，也是华尔街的“特权”。充分利用各种金融衍生产品的杠杆效用，通过承担高风险来追求高收益，成为很多华尔街人追求的投资模式。不少人通过这种机会，为自己带来了巨额个人财富，却并没有给基金的投资者带来多少额外的投资回报。有的对冲基金的投资结果，甚至还不如管理简单、风险较小的指数基金。次贷危机，就是一次规模庞大的对冲基金集结做实验，最后失败的一个经典案例。

在目前阶段，对冲基金普遍有这么几个特点：投资结构越来越复杂，采用的金融杠杆倍数越来越高，外加私募性和神秘性。正是由于这种原因，造成了对冲基金政府监管上的困难。而又正是这种困难，让对冲基金得以获得机会兴风作浪；是它们，一次次给世界的经济运行带来麻烦。次贷危机不是第一次，也不可能是最后一次。

亚洲金融风暴就是一次典型的由于对冲基金兴风作浪而造就的金融危机。虽然危机的出现有其内在的必然性，但是，对冲基金的狙击，无疑让危机的冲击来得更大。次贷危机和由此所导致的金融危机，也在很大程度上是对冲基金的“功劳”。

对于对冲基金存在的社会价值，已经出现了很多的负面看法。从已经出现的一些对冲基金的投资案例中，人们已经注意到，对冲基金对金融市场价格的冲击所引起的对实体经济和货币体系的破坏作用。

在某种程度上可以说，对冲基金实际上并不能创造财富，而只是参与财富的再分配，有时候，还通过制造金融市场的混乱，来达到在财富再分配中获得暴利的目的。

有人分析说，即使市场作为一个配置资源的机制是有效率的，但是，一旦有对冲基金参与其中，通过制造垄断机会来操纵价格，那么，不仅市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场上存在的公平竞争机会将会被它们打破，而且，对冲基金本身产生的冲击，还可以导致对包括货币体系在内的整个市场机制的破坏。在这种市场运行机制被扭曲的情形下，市场的任何效率都难以发生作用。从这个角度看，对冲基金不仅没有效率，也没有道德。

第四节　劣迹斑斑的对冲基金

这次金融危机，在很大程度上就是对冲基金的“功劳”。是它们通过高倍数的金融杠杆，买进了大量的由美国房贷抵押债券组成的 CDO。通过这种需求的制造，吹大了美国的房贷市场泡沫，特别是次贷市场的泡沫。而美国房贷市场泡沫的破灭，最后不仅让这些对冲基金遭受巨大的投资亏损，而且，也带来整个世界的灾难。如果没有它们的存在，美国的房贷市场可能就没有那么的火热，次贷市场应该也没有形成那么狂热。从后面的分析我们将会看出，正是通过风险转移，才让次贷泡沫吹大的游戏得以玩下去。而在这之中，对冲基金所创造的对次贷类债券的大量需求，又是这个游戏得以演绎的最重要一环。从这个角度看，对冲基金就是这次危机得以形成的最大的罪魁祸首。

在历史上，除了这次是以“被动”的方式，帮助制造了金融危机之外，在这之前，至少有两次是对冲基金主动出击，制造了金融风暴。而且，那些担当狙击手的对冲基金，最后还很成功，并以此而获得暴利。回顾一下历史，对于我们更为充分地认识对冲基金的实质，应该是有些价值的。

第一次是在 1992 年狙击英镑的成功。早在 1979 年，当时的欧洲经济共同体还没有出现现在这样统一的欧元货币。当时，为了方便欧盟各国之间的商品交换和经济往来，通过协商，欧洲共同体统一了体内各国的货币兑换率，并且基于这个兑换率，又组成了欧洲货币汇率的连保体系。按照该体系的约定，参与其中的各国的货币，可以在不偏离欧共体“中央汇率”25%的范围内，自由上下浮动。如果某一成员国的货币汇率波动超过



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个25%容许范围，体内其他国家的中央银行就将出面采取干预行动。

货币汇率实际上是两国货币之间相对购买力的一种指标，是一种货币相对另一种货币价值的体现。而一个国家的货币价值，又受到很多因素的影响：国家的经济基础、国家的经济发展水平和增长速度、国内货币的发行速度、通货膨胀率等。

欧共体成员国的经济发展水平高低不等，国家之间经济富裕的程度相差很大，货币政策的采用也很不一样。在这种情况下，为了确保共同体内连保体系的稳定，有些时候，有些国家的中央银行，就不得不做些自己不是很情愿做的事情，来干预货币市场的运行。例如，在外汇交易市场波动比较大时，为了稳定汇率，所在国的中央银行可能就不得不买进自己已经疲软的货币，卖出他国已经和正在并且很可能将继续坚挺的货币，以达到保持本国汇率稳定，保持外汇市场稳定的目的。这种防守的被动性，被很多对冲基金看出了其中存在的“致命伤”，于是，它也时时被对冲基金攻击和利用。

1989年，经济水平相差很大的东西德国获得统一。和西德相比，东德的经济发展水平很低，成长速度也很慢，几十年来不死不活的。不过，统一之后的德国经济发展不错，伴随着强劲增长的经济，德国的货币——马克——也随之坚挺。

相比生龙活虎的德国经济，英国的经济则一直处于死气沉沉的状态。到1992年时，情况还有继续恶化的趋势。那时，英国由于经济不景气，它的货币（英镑）相对于德国的（马克）而言，自然就显得疲软。为了维持英镑的坚挺地位，也就是保持英镑汇率水平的稳定，英国银行通过调高利率，来达到吸引外资购买英镑的目的。问题是，在经济疲软时，政府应该通过采取调低利率水平以刺激消费和投资才对。所以，当时的英国政府实际上处于两难，于是乎，它能够调高利率的幅度也自然有限。

在这种情况下，英国政府希望德国能够配合，通过降低马克的利率，来缓解外汇市场对英镑的压力。可是，当时的德国又面临经济过热，按理，德国应该通过抬高利率来为过热的经济降温。在这种环境下，出于保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

护自身利益的需要，英国的请求自然就被德国拒绝了。

善于玩弄逻辑的华尔街的投机者，自然看到了这种尴尬处境中的投机和攻击机会。于是，有人就开始卖出英镑，买进马克来对冲。结果是，英镑在外汇市场上对马克的汇率持续下挫。面对这种情况，为了共同的利益，当时英、德两国联手，通过抛售马克购进英镑的逆势操作，意在达到稳定两者之间汇率的目的。

但是，结果并不理想：一则，毕竟自己能够调用的资金相对于两国庞大的经济规模只是杯水车薪；再则，投机者借势又造势，制造市场恐慌，再在此基础上通过相对而言比较小额的资金，来达到成功冲击规模庞大的英德两国汇率的目的。

在中国功夫里，非常强调借力打力，四两拨千斤说的也是一样的意思。对冲基金进行的狙击战，最关键的就是通过自有资金之外的力量，来营造一个对于自己狙击成功有帮助的环境。

投机和攻击是两个不完全相同的概念：投机是在投资者看到了可能的机会之后，来赌一种对自己有利的概率事件的出现和发生。而对冲基金的攻击，则是在投机的基础之上，再制造条件，让成功的几率变大。

华尔街那些投资者的智慧，特别是那些人对投资机会的敏锐，丝毫不亚于参与狩猎的猎狗。他们的嗅觉和那些猎狗一样灵敏，有时候甚至是有过之而无不及。这一次就是这样，一点很微小的信号，就被他们看到了机会。

1992 年 9 月，德国中央银行行长在美国的《华尔街日报》上发表了一篇文章，谈了一点个人的看法：目前欧洲货币体制不稳定，汇率波动幅度巨大，我们已经采取了很多对策，看来长期效果并不明显。或许只有通过货币贬值，才能从根本上最终解决问题。

就是这么几句看上去不痛不痒的话，却被外汇市场上的对冲大鳄索罗斯注意到了。在他看来，德国人估计是准备撤退，放弃马克对英镑的支持。而一旦放弃支持，单靠英国自己的力量，就更无法阻止英镑继续走低的命运了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际上，索罗斯一直就在关注德、英两国之间的汇率问题。不过，他没有轻易动手，也对赚点“小钱”没有兴趣。虽然他拥有的资金和德国、英国任何一个国家相比，都小得不能再小，但是，他要搞狙击。他知道，对于一个疲软之师，对于一个死气沉沉、没有士气的懒散大军，派出一支精干的小分队狙击，往往就能够获得奇效。

非洲沙漠上的狮子，就是通过这种办法，一次次地通过袭击成群的野马、野牛、野鹿而获得食物生存下来的。它们能够做到，是因为它们善于寻找机会并且把握好机会。现在，对于索罗斯而言，实际上就是这样的机会出现了，而他自己正是那以逸待劳的沙漠之狮。

于是，在上面所说到的预期之下，索罗斯就用自己旗下的量子基金，来最大限度地狙击英镑：通过支付5%的保证金的方式，采用高额的金融杠杆，来大笔借贷，获得英镑，并且又立马将借得的英镑兑换成德国的马克。

与此同时，又通过各种途径，来制造英镑应该和马上就会大幅贬值的消息。他们在这里实际上是想制造一个类似于四面楚歌的环境，而这种环境的形成才是狙击成功的关键。所以说，阻击的成功不仅仅是看到了机会，还在于将机会给予的效果放到最大。

索罗斯做的，实际上就是在卖空英镑，买入马克。如果英镑对马克继续贬值，那么，他借到的英镑就会越来越不值钱，而买进的马克又将会越来越值钱。这两者的差，在20倍甚至更高的杠杆放大之后，就是巨额的利润。而且，只要是市场越来越恐慌，这种差额就会变得越来越大。

在那一次，索罗斯的量子基金卖空了相当于70亿美元的英镑，买进了相当于60亿美元的马克。由于后来马克和英镑的走势按照他的预期进行，在短短一个多月时间内。索罗斯就净赚了15亿美元。很多其他的对冲基金和投资者也在那个时候跟进，这样一来，相当于增加了狙击的力量和力度。英镑这支看似庞大的队伍，被几股小小的狙击力量打得稀里哗啦，溃不成军。结果，欧洲各国中央银行在那场英镑狙击战中，一共损失了60亿美元。最后，狙击事件以英镑在一个月内对马克的汇率下挫20%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而告终。

亚洲金融风暴的制造，是对冲基金在外汇市场上又一次成功的狙击，那也是索罗斯的杰作之一。1997 年 7 月，看到了亚洲货币对美元汇率虚高的索罗斯，决定从泰国货币开始狙击。他又用自己手下的量子基金借出泰国货币泰铢并且卖出，也就是卖空泰铢，同时还大量卖空泰国股市指数，买进美元和美元资产。泰国的经济规模和英国相比要小很多，在狙击英镑得手之后的索罗斯手上又有了更多的资金作为狙击力量，同时，这时候的索罗斯还更为老练，手段更为娴熟。

最后，在索罗斯和他的同伴的联手狙击之下，泰国政府很快不支，不得不放弃维持已久的与美元挂钩的固定汇率制度，而选择让汇率自由浮动。结果是，泰铢对美元大幅贬值，并且由此引发了一场泰国金融市场前所未有的金融危机。这种危机又很快扩展到亚洲其他国家和地区。索罗斯等对冲基金也因此而大赚特赚。

不过，随后期望乘胜追击，继续在俄罗斯和香港地区狙击的索罗斯，并没有获得预期的成功。对于这两地的汇率狙击，被对手以重拳打回，最后鼻青脸肿地逃跑而去。香港反狙击的成功，当然还是因为有一个实力还算强大的大陆做后盾的功劳。

第五节　被神化的对冲基金

很多人一听到对冲基金，就觉得那是一帮神人所做的神奇之事，就以为，只要是对冲基金，就会为它的投资者很轻易地赚得大把的钞票。实际并不是这么回事。如果真的是那么容易，那么这个世界上可能也就只剩下对冲基金在搞投资了，“股神”巴菲特也就会改行去开一家对冲基金。那些做共同基金投资的人，那些做保险的金融公司，也都会改行去做对冲基金了。对冲基金名字听起来很玄乎，业绩听起来很好，实际上，那是公关的结果。对冲基金的玄乎，和魔术师的玄乎有的一比。如果你知道内情，你也不会觉得它有那么神奇了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从历史事实来看，对冲基金所发动的狙击战，也不是每次都能成功的。除了上面说到的索罗斯在俄罗斯和中国香港地区的失败案例之外，还有老虎基金的败北故事。

在过去几十年中，在世界上存在的对冲基金中，最著名的两只基金就是索罗斯的量子基金和朱里安·罗伯逊（Julian Robertson）所领导的老虎基金。它们的著名，来自于它们早期投资所获得的优良的业绩和投资回报。

确实是有那么几年，它们都创造过年平均高达 40% 到 50% 的复合投资回报。这些辉煌的业绩，实际上都是它们通过采用高风险的投资和高倍数的金融杠杆制造的。通过这种办法来获得成功，最关键的就是要看准大趋势。因为，你所采用的策略，只有在大趋势按照你自己的预期在演变时才能获得成效。否则，在策略选定时所假定的小概率事件，那些不应该发生的事件，如果最终实际上发生了，那么，这种小概率事件可能也会给你带来灭顶之灾。

次贷危机发生的就是这种结果：小概率事件成为必然事件。在一个从来没有发生地震的地方，突然出现了一场 8 级地震，那里的建筑物自然就很难生存下来了。对冲基金最后都成为次贷危机这场地震震中的建筑物。它们的倒下，是因为它们在设计时就没有考虑防震的问题，而之所以没有这样做，是因为历史上这个地区从来就没有出现过大的地震，因而也就没有花那个钱那样做的必要。况且，如果它们那样做了，它们也就没有赚到大钱的可能性。

“高风险高回报”并不意味着高回报就是高风险的必然结果。人和人的智力相比，差异不可能很大。在面对的投资环境相同的前提下，一个人要想获得比对手更好的投资回报，就得承担更大的风险。但是，承担更大的风险，只是为你获得更好的投资回报提供了可能。你最终能不能得手，还需要很多天时地利甚至人和的因素帮忙。

再高的高手，也有失手的时候。索罗斯也不止遭遇过一次失手。问题是，他能够把握好失手时损失的上限，确保自己在失败的情形下也不会被



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别人和市场打得“伤筋动骨”。这也是为什么，巴菲特等投资大师们一再告诫说：投资最关键的不是一次两次的成功，也不是一次两次的失败。任何人，只要是一直在市场上投资，他总会有成功的时候，也会有失败的时刻。关键是，在你失败时，你是不是能够承担得起失败给你带来的损失。而且，从长期看，你成功的所获是不是要高于你因失败而遭受的损失。

索罗斯的量子基金是在1969注册成立的，其前身为双鹰基金，注册资本为400万美元。1973年时改名为索罗斯基金，资本额已经上升到1,200万美元。那时候，索罗斯基金旗下有五只投资风格各异的对冲基金，其中最成功的就是量子基金了。可能是为了沾点量子基金成功的光，或者为了感谢和纪念量子基金给自己带来的财富，1979年时，索罗斯又把自己的公司改名为量子公司。

他喜欢这个名字，是因为他喜欢量子力学中的测不准原理：要准确描述原子的运动是不可能的。

对于索罗斯而言，金融市场实际上也是处于一种测不准状态：金融市场总是处在一种不确定和不停止的上下波动状态之中，正是这种不确定性和不停止地波动，给了他赚钱的机会。

索罗斯量子基金的总部设在美国的纽约，但它的投资者却大部分是美国之外的境外投资者，他这样做的目的，也是为了避开美国证券交易委员会的严格监管。很多美国人设立的对冲基金，都是基于类似的目的。结果是给投资者带来了许多原本可以避免的风险。

麦道夫（Bernard Madoff）所设立的那个虚假的、以欺骗为目的的对冲基金，如果在美国政府部门的监管之下，很可能连开始的机会都没有，更不用谈后来长期、大量吸纳投资者的资金了。按照有关部门的统计，麦道夫给投资者带来的本金损失，大概在130亿到210亿美元之间。如果再算入他那个假的对冲基金给投资者几年之间“带来”的利润，最后本金和利润之和的损失，则高达650亿美元。麦道夫自己最后则因为欺骗罪，在71岁（2009年）时被美国联邦法庭判处150年徒刑。

在索罗斯的精心管理之下，几十年来，量子基金通过投资于大宗商



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品、外汇、股票和债券市场，通过对金融衍生产品的投资和金融杠杆的使用，在世界金融市场上得以快速成长。到 1997 年年底时，量子基金的资产规模已经接近 60 亿美元。索罗斯也因此而成为对冲基金投资者中最成功和幸运的人之一。到 2009 年年中时，通过这家公司的成功经营，索罗斯自己也积累了高达 110 亿美元的个人资产，成为美国最富有的犹太人之一。

而开始时与它同样著名的老虎基金则没有那么好的运气，或者说没有那么好的长期运气。1980 年才成立的老虎基金，是罗伯逊当时集资 800 万美元创立的。在开始的十年时间里，它的成绩平平，没有多少人在意它的存在。20 世纪 80 年代末 90 年代初，老虎基金开始老虎发威，先是准确地预测到德国柏林墙倒塌后，德国股市将进入牛市的必然性，同时又通过沽空泡沫达到顶点的日本股市，先后获得不错的投资回报。

老虎基金的大发迹是从 1993 年开始的，也是因为狙击英镑的结果。那时候，朱里安·罗伯逊和索罗斯一样，也看到了英镑面临的问题，也采用了和索罗斯类似的策略。当时，索罗斯也需要同盟军和自己协同作战，借以造成更大的冲击力，以便在短期内尽可能大幅度地打压英镑，迫使其贬值。

对于对冲基金的这种狙击，长期的变动对它没有影响。它在乎的就是短期的变化，搞的就是投机生意，一锤子买卖。在那一年，罗伯逊所管理的老虎基金管理公司旗下的老虎基金，参与了攻击英镑和里拉的活动，并且获得很大的成功。在那次之后，喜欢热闹的朱里安·罗伯逊被众多的投资者追捧。向他所在基金注资的人也越来越多。在这种情况下，他采取了来者不拒的态度。同时，他也借机向华尔街对手挖人才，特别是那些已经被证明是“顶级”的金融分析人才。

在其后的几年，这些人才还真的给他带来了好运。由于他们的慧眼和对机会的及时把握，公司在一次次的狙击战中连连得手。到 1998 年夏天时，该基金所管理的总资产一度达到 230 亿美元的高峰，成为当时美国历史上规模最大的对冲基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着基金规模的扩大，需要投资的领域也变得更多，风险控制也变得更加困难。很快，从 1998 年下半年开始，老虎基金就在一系列的投资中一再失误。1998 年期间，俄罗斯金融危机出现之后，日元对美元的汇价一度跌至 147 比 1，日元严重贬值。当时，罗伯逊和他的精英团队觉得，俄罗斯的金融危机将带来日本经济的萧条，在此影响之下，日元对美元的汇率也必将继续走低，他当时觉得，在日元持续贬值的预期之下，短期内继续跌至 150 日元对 1 美元应该是很肯定的事情——必然事件。

从 147 比 1 到 150 比 1，日元的贬值幅度也不过 2.04%。如果这个 2.04% 能够在一个月内出现，通过高倍数的金融杠杆来对冲，获利也很可观。例如，如果你能够借到 100 亿美元，支付 0.2% 的月息，来获得 2% 的对冲收益，那么，你就是空手套白狼，获得 100 亿美元的 1.8% 部分的利润，这就是 1.8 亿美元。问题是，如果你亏损了 5%，结果就是惨不忍睹：净亏损 5.2 亿美元。

基于上面的“必然事件”预期，罗伯逊很果断地发动了对日元的狙击：他通过自己旗下的老虎基金和美洲豹基金来大量卖空日元，买进美元和美元资产。人算不如天算，虽然日本经济本身没有出现任何明显的改良迹象，但是，人们却开始了对日元升值的预期。市场觉得日元对美元已经被严重低估。结果，在两个月内，日元对美元的汇率就急升到 115 日元兑 1 美元，升值幅度高达 28%，给采用高倍数金融杠杆进行对冲的罗伯逊的对冲基金，带来了惨重的损失。他在这时候采用的策略，实际上和在股市股价很高时还在大量借钱追买的投机者是一样的。他在该买的时候没有买，而在该卖的时候却在大面积买进，他在做赤手空拳接刀子的把戏。

有人统计发现，仅仅在 1998 年 10 月 7 日这一天，老虎基金便由于日元对美元的升值，而亏损了 20 亿美元。从 1998 年的 9 月到 10 月两个月中，老虎基金在日元的狙击上遭受的累计亏损接近 50 亿美元。看来，没有索罗斯打头阵的外汇狙击，罗伯逊也很难做好，虽然他手下有着一个拥有大量的精英金融投资管理人才的团队。

其后，罗伯逊在美国股市的投资也跟着失利，继续出现亏损。对冲基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金的投资者都是一些很“势利”的人。业绩好时，投资者蜂拥而至，挡都挡不住，想不要他们的资金都难。而在出现几个季度的较差投资业绩时，投资者有如一阵旋风，消失得无影无踪。从1998年12月开始，到1999年10月，50亿美元的资金从老虎基金管理公司撤走。到2000年3月31日，老虎基金所管理的资金规模已经下跌到65亿美元。在这种情况下，罗伯逊选择关闭老虎基金和自己旗下的所有对冲基金的投资业务。他已经开始自乱分寸，守不住阵脚，放弃成为他最好的选择。

在解散老虎基金之后，朱里安·罗伯逊过上了一个退休者的生活。虽然在那之前的几年他亏损严重，但是，他毕竟还是很聪明地让自己得以保留下足够的自有资金。在基金被投资者追捧最疯狂的时候，他有意识地分散了自己个人的投资，这留下来的部分，也足够他过上一个很舒适的晚年生活。其后，他将大部分时间花在一些慈善事业上。同时，他也花了不少时间来管理自己的个人资产。根据他自己的说法，这次的次贷危机也让他小赚了一把。他通过购买信用违约掉期（CDS）来赌美国房贷市场的走弱，和由此带来的房贷债券的价值贬值，赚得了不少的利润。①

根据美国《福布斯》杂志的估计，2003年时，罗伯逊的个人资产价值在4亿美元左右，2008年时达到18亿美元，2009年年中时，可能在13亿美元。也就是说，虽然他自己说在次贷危机中因为看到房贷市场的泡沫，而对冲投资赚到了钱，但是，在金融危机所带来的对整个经济的冲击中，他自己也是一个受害者，资产也面临大面积缩水的问题。

在这里，虽然朱里安·罗伯逊通过金钱吸引了为数众多的被长期的业绩证明为优秀的分析师，但是，即使是这些精英，也不能够给他带来永久的优良业绩。人毕竟是人，再优秀的人，再专业的团队，也有犯错误的时候。如何在误判的情形下还能够保持可控的损失，是一个很需要领导艺术的事情。在这点上，看来还是索罗斯最厉害。虽然后来居上的老虎基金喜欢大，也做到了最大，但是，至少从最后所积累的个人财富水平来看，朱

① 关于信用违约掉期，我将在后面展开分析和说明。更详细深入的分析，请参阅我的《危机与败局：金融风暴根源解密》（商务印书馆2010年版）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里安·罗伯逊还是比索罗斯差很多。

对冲基金投资成功的关键，当然是人才。但是，不是说有人才的对冲基金就一定能够成功，或者说就会保持长期的优良业绩。老虎基金有的是一流的人才，照样无法经营下去。破产的对冲基金，还有更为“优秀”的人才——好几位诺贝尔经济学奖金获得者那样的“最好的”人才。很可惜，它最后也落到了一个破产的地步。人才的优势是相对的，管理好一个对冲基金需要很多的分析、判断和预测，那是需要知识、胆识和艺术的。作为投资者，如果你太看重一家对冲基金所拥有的“人才”，而又无法解读这些“人才”的真正价值，最后你可能是欲哭无泪。

在目前状态下，对冲基金所经营管理的资金规模已经非常庞大了。对于如此庞大的一个行业，大家面临的一个最大的问题，就是缺乏必要的政府监管。美国政府已经注意到了这个问题的严重性和对社会、经济持续的危害性，在未来，对对冲基金加强必要的监管，应该是一个发展方向。对于对冲基金的监管不力，也是这次金融危机得以形成如此大的冲击力的一个重要原因之一。中国目前还没有对冲基金存在，但已经开始有不少的私募基金出现了。对于这些基金或者说任何一种规模达到一定程度基金的监管，应该是今后必须面对的挑战。

第六节　贝尔斯登的对冲失利

早在 2003 年 9 月，贝尔斯登就在开曼群岛注册了一个对冲基金公司，并在其后成立了一只开放式的对冲基金：高等级结构信用战略基金（High-Grade Structured Credit Strategies Fund）。这个基金的名字翻译成中文之后看上去很“滑稽”，从该基金在成立时所宣示的投资目的看，是通过红利和利息等固定收入，外加投资对象的价值上升，来获得高于伦敦银行之间拆借利率（LIBOR）的投资回报。

这家对冲基金的业绩参照对象是伦敦银行之间拆借利率，而不是任何一个股市的指数基金。而所谓伦敦银行之间的拆借利率，就是伦敦银行之



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间的拆放款利率，是世界上那些大型国际银行间，在没有抵押品的情况下互相借贷时需要支付的利率的平均值。它是货币无抵押借贷时的一种“批发”价，被很多金融机构作为一个利率指标，来衡量在类似风险情形时的投资回报。

也就是说，贝尔斯登这家基金的目的，就是要让投资者获得的投资回报，比将钱“借”给世界上那些大的银行所获得的利息高一点。对于这样一个目标，风险不应该很大才对，否则就没有投资的价值了。让人没有想到的是，实际情况远不是这样。

由于这是一家对冲基金，由于注册在开曼群岛，不受美国本土严格的法律监管要求的限制，所以，该基金对于自己的投资策略和投资对象，也没有很明确说明的必要。事后看来，这是一家主要以担保债券凭证（CDO）为投资标的的基金。更准确地说，它所投资的主要是债券，而且在那段时间里，还主要是当时很赚钱的房贷抵押债券，是那些以这些债券为基础组成的抵押债券包。

在这之后的2006年年初，贝尔斯登又成立了另一只规模要小很多的类似的对冲基金，取名为高级结构信用强化基金（High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leveraged Fund）。

那时候，贝尔斯登看到了在次贷债券投资上存在的容易赚钱的机会，觉得千载难逢，于是就开始以这种形式，通过尽可能高的金融杠杆放大，期望能够获得很“理想”的投资回报。实际上，在那之前，一个叫做保尔森的对冲基金投资者，在纽约也看到了次贷债券所提供的机会，不过是从相反的方向看到的罢了。结果是，保尔森通过比较保守的对冲和风险控制，在2007年赚得37亿美元利润，而贝尔斯登则在那一年破产倒闭。①

这第二个基金的名字里面加上了一个“强化”，给人一定的遐想空间，一种错觉，似乎是这支基金在投资回报上更为“强化”，或者在风险控制方面更为“保守”。实际上，这里的强化是对金融杠杆使用的强化，也就

① 关于保尔森投资的故事请参阅《危机与败局：金融风暴根源解密》（商务印书馆2010年版）。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是说，这第二只基金使用了比第一只基金更高的金融杠杆，是一个风险更高的对冲基金。

这两只基金都在2007年8月1日同时宣布破产，而贝尔斯登也从此走上了一条溃败的单行道，通向地狱的不归之路。在后来被迫拍卖基金旗下所投资的资产时，每一美元的初始投资，人们期望获得的是有人能够给出11美分的出价。而第二只基金，人们给予的期待则只有5美分。

在第二只基金成立10个月之后，就已经开始出现问题。由于投资亏损巨大，而且由于基金采用了太高的金融杠杆，也就是借了太多的钱来购买自己实际上承担不起的房贷债券，其后又由于这些债券的大幅贬值，再加之在市场上又很难找到买家，使自己所投资的债券无法出手，看着自己的投资品在一天天贬值却没有办法，这就像是看到一个人受伤在流血，可是就是找不到最必需的医疗手段来帮助他，最后只好看着他死去。

在这种情况下，大量期望止损出局的投资者，发现自己没有办法出局。从2007年年初开始，贝尔斯登就开始告诉自己的投资者，由于占有基金四分之一股份的机构投资者要求退出，基金暂时没法满足这些投资者的要求，所以决定停止任何投资者的撤资请求。这是一个很滑稽的理由，也是一个没有办法的选择。

实际上，在当时，基金自己已经出现无法脱身的困境。一方面，自己采用了很高的金融杠杆在借款投资债券，同时这些所投资的债券又由于美国房市的冷却和房价的下跌，而出现大幅的价值回落。再者，由于这种回落和市场对于这些债券价值将继续贬值的预期，已经没有投资者愿意买进基于美国房贷组成的任何债券了。而且，那时候，也没有人敢出卖信用违约掉期来为投资类似债券的投资者提供保险了。同时，反倒是很多人也想卖出自己所持有的同类型的债券。在这种情形下，即使能够找到接盘者，对方的出价也会非常之低。贝尔斯登在那个时候觉得还是等等为好。没有想到的是，市场情况越来越恶化，价值下跌也越来越厉害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

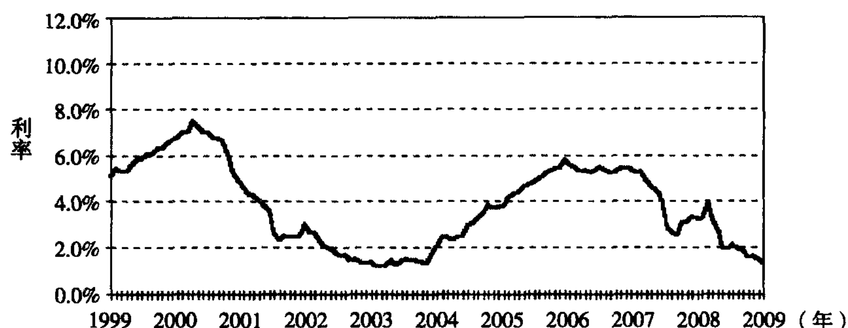


图 1—3：一年期 LIBOR 的变化图

由于这种投资失误，贝尔斯登公司旗下的这两只管理资产超过 200 亿美元的对冲基金，被爆出数十亿美元的投资亏损。

读者可能觉得奇怪：一个拥有 200 亿美元的基金，价值波动 40 亿—60 亿美元也不过 20% 到 30% 而已。在中国股市上，2009 年 8 月，还出现过上证指数从 3,500 点到 2,700 点的下跌，那可就是接近 30% 的下跌，但也应该是一件没有什么值得奇怪的事情的。

是的，如果那是一个做股票投资的共同基金，如果市场也出现类似的下跌的话，下跌这样的比例也没有多少人会觉得奇怪。问题是，这是一家以 LIBOR 为参照物的“保守型”对冲基金。它的投资回报期望原本也不是很高，保守和保值是投资者对它很重要的期待。图 1—3 是一年期 LIBOR 的变化图。从这个图来看，在过去十年里，LIBOR 最高时也没有达到 8% 的水平。2009 年时更是低到 2% 以下。以如此之低的投资回报做期待的基金，十个月时间就下跌 20%，不让投资者吃惊也让旁观者奇怪。而且，这个 20% 多的下跌，还是所投资价值的下跌，那里面还包括基金借的很多他人的钱。这样一来，亏损比例就被大幅放大了。

管理一个这么“保守”的基金，要求又是如此之低，结果却是如此之差，让贝尔斯登很丢面子。作为一家投资银行，面子就是声誉，没有声誉，想在投资银行这个行业再混下去恐怕就很难了。可能是基于这种考



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虑，贝尔斯登决定冒险自己出资，来救助其中那个规模比较大、金融杠杆相对而言比较低的“高等级结构信用战略基金”。

2007年6月22日，贝尔斯登公布说，他将向旗下的这支对冲基金提供可能高达32亿美元的注资。由于自己手头资金也紧张，当时就有消息人士说，贝尔斯登目前没有计划救援第二支也蒙受巨额亏损的对冲基金，也就是那个规模小很多的“增强型”基金。不过，贝尔斯登说，公司正在对外寻找资金，来借钱做救援工作。问题是，对于精明的华尔街人来说，这时候谁出资去救助这样的基金，谁就是一位难得的冤大头。而以利益为上的华尔街，是没有人愿意做这样的冤大头的。在这种情形，贝尔斯登能够采取的办法也就是“曲线救国”了，说明白一点儿，这是一种变相的欺骗，看看有没有随之上钩的买家。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二章
知己知彼，百战不殆
——华尔街的对冲失败

如果说，汇丰银行的警告还只是一家银行的暂时投资失利，新世纪金融公司的破产还是一家房贷公司经营不善的问题，那么，贝尔斯登对冲基金的濒临倒闭，则意味着那规模庞大的对冲基金“舰队群”，可能会出现大量的投资巨亏。而这种巨亏带来的对世界金融市场的冲击力和随后紧跟而来的对实体经济的影响，可不是一家两家公司自己能够承担和挽救得了的。贝尔斯登的对冲基金和贝尔斯登自己的最后败落，意味着新的危机时代的真正到来。遗憾的是，至少从当时市场的反应来看，人们并不这样认为。

在军事作战中，人们非常强调知己知彼。在电视剧《潜伏》中，大家也能够看到情报战成功的重要性和价值。然而，在这次金融危机中，很多金融巨鳄在知己上没有做到位，但是，在知彼上却依然显示了他们手法的老到，特别是对于中国机构投资者的忽悠水平。我不是很明白，难道中国的机构投资者，在注入几十亿美元资金给对方时，就没有人好好研究一下，你所投资的公司实际上是在投资些什么东西吗？为什么那么短的时间就做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出来那么巨大数额投资的决策？这次大批金融巨头的破产和败落，是不是会让人们清醒一点："金融巨头"这个身份本身，不是你投资成功的保证。

在《孙子兵法》里，有这样的句子："君之所以患于军者三：不知军之不可以进而谓之进，不知军之不可以退而谓之退，是谓縻军。不知三军之事，而同三军之政，则军士惑矣。不知三军之权而同三军之任，则军士疑矣。三军既惑且疑，则诸侯之难至矣，是谓乱军引胜。""知胜有五：知可以战与不可战者胜；识众寡之用者胜；上下同欲者胜；以虞待不虞者胜；将能而君不御者胜。此五者，知胜之道也。""故曰：知彼知己者，百战不殆；不知彼而知己，一胜一负；不知彼，不知己，每战必殆。"

在这里，孙子所强调的，就是指挥员不仅要知道自己的，同时还要知道对手的优势和劣势。在金融对垒中，所谓对手，一方面是你交易的对手，另一方面还是大家面临的经济走向和大局。同时，在冷兵器时代极有优势的人数众多，在金融战中很可能会成为你的负担，除非你有过人的智慧，将自己的劣势转化为优势。在这方面，从已经发生的来看，中国的机构投资者还有漫漫的荆棘之路要走。在金融市场放开之后，中国的一般投资者也可能难免会遭遇很多很常见的金融败绩。

第一节 冰山一角

贝尔斯登两个对冲基金的巨额亏损问题，至少是让部分投资者和基金管理者，看到了问题的严重性。针对越来越多的对冲基金投资巨亏结果的披露，美国知名债券基金经理人，被誉为"债券投资大王"的比尔·格罗斯，在当时发表评论说：贝尔斯登的这一案件应该不是一个孤立事件。美国次级房贷违约所造成的危机将会迅速蔓延，美国经济将受这种蔓延的冲击而被严重拖累。他预测说，由于这种原因，估计美联储将不得不停止袖手旁观，而是被迫进场，在六个月之内通过开始降息来干预经济运行。

那时候，人们还没有开始使用"次贷危机"这个专用名词。美联储也还没有开始使用降息的货币政策来刺激美国经济。也就是说，直到这时，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美联储还没有意识到问题的严重性，更没有看到，正是由于美联储的一再猛烈提升利息，才最终导致美国房市泡沫的突然大面积破裂。次级贷款的大面积违约，也是这种高利率的直接后果之一。[①]

格罗斯当时还分析说，次级贷款的违约危机可能会使 CDO 的市场价格大跌，同时使得 CDO 背后抵押品的价值大幅缩水。这两者相互作用，造成一种恶性循环。外加金融机构采用高倍数杠杆融资对投资风险的放大作用，投资者将面临巨额的投资亏损。

根据格罗斯当时引用的来自穆迪和摩根士丹利的统计数据，美国 2006 年发售的 CDO 资产总额高达 3,750 亿美元，其中有高达 1,000 亿美元左右是次级抵押贷款债券。在他当时看来，规模如此庞大的 CDO，和其中所隐含的没有被投资者充分认识到的风险，将给金融市场带来冲击。而投资者之所以没有充分认识的这些隐含的风险，则在于那些评级机构的违规：它们没有履行及时向市场提示潜在风险的责任。

事实上，正是这些评级机构，在暗示着投资次贷抵押债券的低风险，让投资者敢放心大胆地采用高倍数的金融杠杆来投资这类债券。从这个角度看，这些评级机构不仅没有履行应尽的责任，而且还起到了推波助澜的作用，它们成为危机形成的重要推手之一。因为正是他们，将那些债券的风险低估，给了很多风险很高的债券很高安全等级的评级——也就是将高风险的债券给予了低风险的标签。相信并且基于这些评级机构的评估进行“保守”投资的投资者，最后实际上是被它们整惨了。

CDO 的实际规模，应该是高于上面的数字的。不过，根据我所能够收集的数据看，不同的机构所给出的数字有一些区别，而且，分类也有一些差别。里面的细小差别还很复杂。对于一般读者，实际上也没有必要太在乎这种差异。下面的表 2—1 是 SIFMA 所给出的最近几年全球 CDO 的发行数据，从这个表我们可以看出，2006 年时全球所发行的 CDO 规模已经高达 4,867 余亿美元，几乎在 2005 年的基础上翻了一番。即使是在

① 关于这方面的深入全面的分析，请参阅：《危机与败局：金融风暴根源解密》（商务印书馆，2010 年版）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007 年时，也还发行了 4,815 亿美元。

顺便提一下，这位“债券投资大王”格罗斯，还是一位很在行的邮票收藏家和投资者。而且，在危机发生之后，还有不少人“突然”发现，实际上在危机开始之前已经有很多“先知先觉”者，提醒过大家危机将要到来。不过，从格罗斯自己的投资结果来看，可以这么说：即使他当时意识到了问题的“可能”严重性，也不会很认真地对待，至少他没有将那种感觉转化为实实在在的投资实践。否则，他就会成为像约翰·保尔森那样的能够在 2007 年通过看跌 CDO 价值而大赚 37 亿美元的神人了。事后看来，他只是觉得值得说说，让大家听了“过过瘾”而已。反倒是像约翰·保尔森这样的人，没有太多人注意他在危机之前到底“发现”了什么，而且，在他“发现”之后，又没有“凭良心”警告过大家。

表 2—1：全球 CDO 最近几年发行量

（单位：亿美元。数据来源：SIFMA①）

季度	2004	2005	2006	2007	2008
一	250	496	947	1,665	196
二	429	715	1,200	1,786	236
三	420	520	1,360	927	128
四	475	987	1,360	437	50
合计	1,574	2,718	4,867	4,815	610

如果我们回过头来看看美国的历史数据就会发现，虽然次贷危机是在 2007 年下半年才开始“有些眉目”，但是，作为构成危机形成基础的美国的房市的房价，却是在 2005 年下半年到 2006 年年初就已经开始见顶的。那时候，也是美国房市泡沫最大的时候。在那期间，美国的金融机构还“加班加点”急放了一大批房贷，而在那些贷款中，有高达 20% 的部分属

① SIFMA：Securities Industry and Financial Markets Association。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于次贷，也就是说，由于当时的市场狂热，金融机构让高达五分之一的不该买房子的人借到了钱，买到了自己喜欢的房子①。而这些风险很高的房贷债券的大部分，又是在2006年被金融机构打包证券化，制成一个个的CDO或者类似的债券产品，最后通过华尔街卖给世界各地的投资者的。

在2006年时，房市泡沫可能就已经开始“消肿”，但是，由于某种滞后性的作用，在这之后的几个月里，也还有不少的人在高位杀入。面对民众的热情，美国的金融机构自然也没有大幅度削减贷款规模的必要，反正它们自己也不承担风险。这也是为什么，在2007年上半年时，他们也还有4,815亿美元的CDO可以用来发行。2007年时次贷危机已经开始出现，那时候的CDO市场已经开始冷清。到2008年时CDO的规模已经下降到区区610亿美元。这表明，到了这个时候，能够进入市场并且找到投资者的，也只能是那些质量较高一些的CDO了。而那些几个季度之前普遍流行的、标明很安全但实际上是高风险的CDO，即使金融机构手里还有，这时候也很难卖出。不少的金融公司，就是主要因为这个“来不及出手”而最后将自己搞垮的。华盛顿互惠银行、雷曼兄弟、美国的国民城市银行（National City Bank）等都主要是因为这个原因而倒下的。当然，雷曼的破产，还在于它自己也借钱投资了大量的CDO，最后造成巨亏所致。这里面的细账是很难算清楚的，即使算清楚了，是不是有人有兴趣读，也是一个问题。

图2—1是用图形表示的CDO市场规模的变化情况，它所基于的是表2—1的数据。从2004年第一季度的250亿美元，到2007年第二季度的接近1,800亿美元，CDO市场能发展如此迅速，是因为在有理论能够“保证”CDO的风险可以计算出来之后，大量原来不太可能参与的投资者得以加入：这包括保险公司、共同基金、商业银行、投资银行、退休基金和其他各种各样的投资个体和机构。

而最后使大家“吃亏”的，又是这个计算风险的方法，实际上有着很

① 在次贷危机发生一年多之后的2009年10月，美国的银行在房贷放款方面还是非常谨慎。按照这时候的标准，估计在2006年的那些房贷至少有一半是不可能获得贷款的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的缺陷[①]。而这个缺陷，一直到危机爆发时也还是没有被多少人意识到，或者说，即使是有人意识到了，也没有多少人将它当一回事。

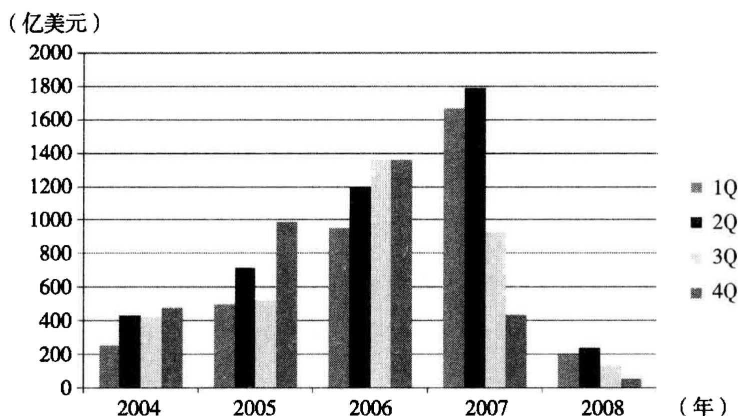


图 2—1：全球 CDO 当年发行量

数据来自表 2—1

在 2007 年 6 月时，人们看到的可能还主要是公司在对冲基金上面临的困境。实际上，贝尔斯登自己也使用了很高的金融杠杆投资了大量的房贷债券。面对自己的困境，聪明的贝尔斯登人想到了一条妙计，实际上是一条毒计：把自己基金中持有的债券，那些直接卖出去没有人接盘，或者即使有人接盘对方出价也低得离谱的债券资产，再“打一次包”，作为一家公司的资产，通过公开上市的办法，来出售给股票市场上的投资者。

2007 年 5 月 9 日，也就是贝尔斯登自己实际上已经是病入膏肓的时候，该公司通过自己在早前注册的一家名字叫做厄吾快斯特金融公司（Everquest Financial Ltd）的有限资产责任公司，向美国证监会提出申请，让这家新公司能够在美国股市公开上市。

在一个半月之后的 6 月 25 日，贝尔斯登又向美国证监会提交了一份撤销上市的申请。

① 请参阅拙著《危机与败局：金融风暴危机解密》中关于 CDS 定价的理论基础的缺陷的详细分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6 月 22 日黑石集团已经成功上市，说明市场还不错。虽然黑石集团的经营特点和贝尔斯登的有不少的差别，但是，房地产相关资产毕竟还是黑石集团投资中很重要的一块。再者，在 2007 年 2 月 9 日上市的堡垒投资集团（FIG），却是一家标准的对冲基金公司，而且，该公司的投资对象和投资风格，还和贝尔斯登的两只基金非常相似。虽然那家公司的股价已经从上市时的 30 多美元下降到 25 美元左右，但是，毕竟也还是“不错”。在已经没有选择的情况下，在短短的 47 天时间里，贝尔斯登的态度出现如此之大的变化，到底发生了什么事情？不少人觉得奇怪。不过，结合贝尔斯登当时面临的一大堆困境，细心的投资者也不难感觉到其中可能隐含的大问题。

在美国，公司撤销上市申请的事情也是时有发生，很多时候，是因为市场条件发生逆转，申请上市的公司觉得，在已经逆转的市场环境下，再强行上市，很难卖出一个好价钱。在这种情况下，人们就选择等待市场大环境的改变。

不过，贝尔斯登此时的情况并不是如此的简单和单纯。

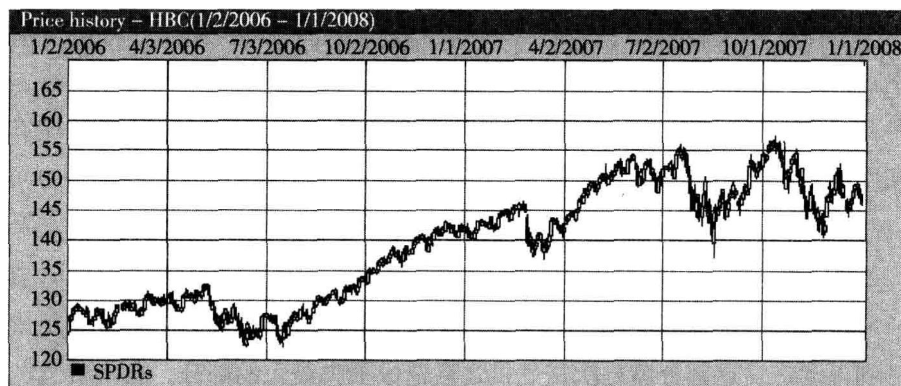


图 2—2：美国标准普尔 500 指数在 2006 —2007 年的表现

（资料来源：MSN.COM）

我们先来看看当时的大环境。从图 2—2 可以看出，2007 年 6 月时，美国股市虽然有所调整，但也只是很小幅度的调整，标准普尔 500 指数即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使从 155 点跌到 140 点，也不过下跌 15 个点，不到 11% 的跌幅。这种跌幅还够不上熊市已经到来的指标要求。也就是说，那时候，美国的股市还基本上处于牛气冲天的状态。贝尔斯登的这家“分公司”在大环境如此之好的情况下改变上市的主意，对于西方的机构投资者，很多已经知道里面的名堂和猫腻了，而对于普通的投资者和中国的机构投资者，这时候可能还被蒙在鼓里。

值得让人庆幸的是，那次公开上市申请最后得以被取消，否则，吃亏的还是那些众多的不明真相的普通投资者。那样他们将主动为那些机构投资者接盘，为后者打掩护，让他们脱身，而自己则稀里糊涂地被套牢。

贝尔斯登期望通过向市场“放毒”的办法来转移毒素，之所以没有成功，还是因为贝尔斯登自己反应迟钝造成的。在它之前，已经有类似的美国金融公司做了类似的事情，而且还做得非常成功。不过，这些成功者在 2006 年就已经将投资者兴高采烈送来的现金，小心翼翼地装进了自己的保险箱。那些投资者在 2006 年时比较容易被人欺骗，可到了 2007 年时，就不那么再容易当傻子了。

中国一家机构投资者投资美国黑石集团的时机选择和其后的巨亏结果，已经成为家喻户晓的故事了。对于这个故事的分析，我放在最后一章来进行。在这里，我来谈谈一家和黑石集团关系很密切的对冲基金公司的故事。这家公司的名字叫做堡垒投资集团（Fortress Investment Group Ltd），是一家由黑石集团前高管在 1998 年成立的私募基金的基础上发展出来的金融机构。在 2006 年 9 月公司上市前，公布所管理的资产价值为 175 亿美元。公司主要做对冲基金和投资资产管理，投资的对象主要是债券和不动产。这部分就是次贷危机之后造成损失最大的部分。在次贷危机已经开始出现之前，该公司通过公开上市的办法，将自己手里的资产卖给投资者，这种做法的动机和目的，是不是和贝尔斯登的那个厄吾快斯特金融公司类似，明眼人应该很容易看出来。

我不想猜测，不过从事实来看，投资者最后所获得的结果很惨。如果厄吾快斯特金融公司得以顺利上市，如果卖出的股份所获得的现金能够大



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部分留在公司里面的话，结果会不会比这家堡垒投资集团更差，倒是很难说。他们申请的时间都很接近，贝尔斯登错就错在晚了那么几个月，而正是这么几个月的时间差，让它们获得截然相反的结果，虽然它们最后遇到的问题也非常类似。不同之处是，由于堡垒投资集团能够从“特殊渠道”获得“特殊的”金融机构的巨额资金注入，而厄吾快斯特金融公司则没有，最后是堡垒投资集团成为“成功”者，而厄吾快斯特金融公司则成为失败者。如果后者也能够雇到一个像梁锦松那样的大佬华裔，结果可能就会是完全不同。①



图 2—3：堡垒投资集团上市之后的趋势

（资料来源：MSN.COM）

当时，这家堡垒投资集团准备上市，上市之前先找一些战略投资者。于是乎，就有勇敢的战略投资者以“优惠”的价格从 30 美元一股购买到“原始股”。上市之后，开盘时还一度上升到 37 美元左右。不过，这种结

① 我这里无意指责梁锦松，他也只是在做他自己的分内工作，也是为了他自己的生存，我不觉得应该指责。问题是，被他游说的对象自己，是不是有能力和应该做得更好。再者，即使你能够“管住”一个梁锦松，可能还会出现第二个、第三个，那是防不胜防的。再者，梁锦松自己也只是一个推销员，他的工作是营销，他的职责是尽力将自己的事情做好。至于所营销产品的质量和是不是适用于特定的消费者，那是得由消费者自己去搞明白的。如果还有人觉得，所有的海外华裔都应该以中国的国家利益为第一选择的话，那就太幼稚了。如果这些人都这么做，那么，又有谁会给他们饭吃呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果只是昙花一现。该股一路下行，到2008年年底时曾经跌到70美分左右，2009年9月初时又回升到4.5美元一股左右。如果贝尔斯登不取消厄吾快斯特金融公司的上市计划，很可能在那些遭受巨额亏损的投资者名单里面，也会有中国国有机构的名字。厄吾快斯特金融公司是一家在2006年成立于开曼群岛，但总部设在纽约的公司。它实际上就是贝尔斯登的一家附属公司，一家帮助贝尔斯登处理有毒资产的公司，而且还是一家有限责任公司。也就是说，如果你作为投资者被套进去，那么，你能够获得的也就是公司里面还存在的剩余资产的价值。而那些开始时放进资产进去的初始投资者，则早已经借助于上市而退出，而且上市的主要目的，也是为了让这些人能够以比较有利的条件退出。

如果你仔细一点，还会发现一个有趣的现象，这家看上去独立的公司，甚至都懒得雇用专门的CEO，而是直接让贝尔斯登的对冲基金经理，那位领导贝尔斯登资产管理公司的Ralph Cioffi来兼任。这位将贝尔斯登的对冲基金搞垮，最后实际上将公司搞垮的人，这时候还在想着法子算计更多的人，这就是华尔街的贪婪和险恶。这种博弈的损招，对于一般的投资者和中国没有足够经验的国有基金的管理者，可以说是防不胜防的金融陷阱。一不小心，几亿、几十亿美元的国有资产，就能够很轻易地被他们吃掉。

根据美国证监会IPO档案的记录，厄吾快斯特金融公司手中有7.2亿美元的抵押债务凭证资产，其中三分之二的部分，是在2006年9月时从贝尔斯登的资产管理公司购买的。而贝尔斯登当时又是华尔街最大的次级抵押贷款的承销商。

从那时起，厄吾快斯特金融公司开始大量吸收来自贝尔斯登的次贷抵押债券。可能是早在2006年，贝尔斯登就已经意识到，次贷抵押债券组成的CDO所可能面临的风险。为了将可能的风险控制在能够容忍的范围，作为华尔街一员的贝尔斯登使用了华尔街最拿手的一招：金融创新。任何时候，如果华尔街有问题，采用“金融创新”想出新的办法，就可以将风险转移给那为数众多的想在华尔街发财的投资者。这次又是一样。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，从事后的结果来看，这次，贝尔斯登只是在“邯郸学步”，因为，类似的公司在它之前已经成功完成了创新，并且还获得了很好的结果。

就在申请公开上市前不久的 2007 年 5 月，厄吾快斯特金融公司买下贝尔斯登上面提到的那两只对冲基金中所有的 CDO 资产。为此，这家“新公司”向结构信用基金支付了 1.49 亿美元的现金，而向杠杆增强基金支付了 1,600 万股即将公开发行的公司原始股。这时候，这家新公司账户上已经没有那么多的现金能够给贝尔斯登了，于是，它才希望通过上市来由投资者提供资金，再用这些资金来购买这些原始股。

根据有关报道，杠杆增强基金的资产管理规模，最多时有 6.42 亿美元，结构信用基金最高时则高达 100 亿美元。根据美国证监会的记录，厄吾快斯特金融公司最主要的 CDO 资产，都是以次贷债券为基础构成的债券包。对于这些债券包的估值工作，都是由贝尔斯登自己来完成的。自己手上的有毒资产，也就是垃圾债券，自己估值卖给一家自己成立的公司，然后再基于这种估值来想办法卖给投资者。这就是当时贝尔斯登玩的一场“智慧”游戏。可惜的时，那些有毒资产的毒性太重，而且毒性发作还来得太快太猛，贝尔斯登还没有能够活得足够长的时间，来将毒素从自己身上转移到其他投资者手里，就已经一命呜呼了。

按照上市申请，贝尔斯登也是这家厄吾快斯特金融公司的 IPO 承销商。贝尔斯登还帮助它准备了上市申请所必需的文字材料，在那个厚厚的说明书中，关于风险提示的部分就有超过二十多页的内容。读者不要以为有这么厚的页数说明，就是因为贝尔斯登对投资者很负责任，就是因为说明得很详细。实际上，那都是一些似是而非的文字。它这样做的最重要目的，不是给投资者提示风险，而是在尽可能满足监管的要求。

同时，对于贝尔斯登和厄吾快斯特金融公司之间关系的说明文字，也充分体现了贝尔斯登公司司法部门的高水平：让投资者摸不着方向。投资者从中读不到多少有用的信息，但如果投资者因为投资这部分资产遭受亏损，贝尔斯登可以凭这些文字摆脱应承担的法律责任。很多对冲基金都有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类似的内容说明，目的是在告诉你，你事前已经明确知道自己在做什么，我没有骗你。说一句很土的话就是：它这样做的目的，就是要做到既骗了你，你还很高兴地帮它数钱。

而且，更有趣的是，上市申请书中所提到的最大的卖点，居然是公司账户上那笔价值高达 7.2 亿美元的 CDO 库存。而且，这其中还有三分之一的部分是投资级的债券，这种级别的另一个名称就是“垃圾级”，投资风险很高的那种。在次贷危机出现之后，很快，这部分的价值就变为零，一文不值。

根据美国新闻机构的报道，贝尔斯登在组建厄吾快斯特金融公司之后，自己只持有三分之二的股份，其余三分之一是通过融资获得的。那些被贝尔斯登营销员的花言巧语搞得“晕头转向”的投资者，可能在开始时还觉得很开心，能够和贝尔斯登这家国际级的大投资银行合作投资，说明自己的实力和声誉是多么的好。

其后，这家公司还基于贝尔斯登控股的名义，成功地从高盛投资银行获得了 2 亿美元的信贷额度。也就是说，即使是高盛那么精明的投资银行，也还是被贝尔斯登这个小弟弟给耍了。在获得这个 2 亿美元的信用额度之后，厄吾快斯特金融公司就立即花掉了那笔钱，相当于是从高盛借到了 2 亿美元，来用购买贝尔斯登旗下对冲基金和其他机构的 CDO。到后来，高盛为了收回这 2 亿美元，也费尽了脑子。

厄吾快斯特金融公司在上市申请中没有透露，自己将会最终发行多少股票。这可能还得看市场当时能够接受的程度。不过，贝尔斯登倒是很明白地告诉了投资者，它自己那家持有 1,600 万原始股的对冲基金，也将这些股份全部放到始发股里面去了。也就是说，贝尔斯登没有兴趣保留该公司的股份，如果有可能出手的话，他会尽可能全部出手。他知道，那是一枚枚定时炸弹，留着就是祸害，随时都有可能爆炸。

在从外部融资获得的三分之一股权里面，有相当大的一部分是来自石塔资本（Stone Tower Capital），这是一家总部设在纽约的做杠杆贷款投资的资产管理公司，和贝尔斯登旗下的那两家对冲基金类似。而且，这家公



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的主要股东也是贝尔斯登，它的 CEO 也还是 Ralph Cioffi。

按照当时的记录，这位 Ralph Cioffi 已经身兼五职：贝尔斯登的高级常务董事、贝尔斯登资产管理公司的 CEO、贝尔斯登资产管理公司旗下两只对冲基金的经理、厄吾快斯特金融公司和石塔资本的 CEO。而且，细心的读者还能够发现，厄吾快斯特金融公司和石塔资本使用的邮箱地址还是一样的：曼哈顿西 57 号大街 152 号。

第二节 愤怒的投资者

人们投资共同基金，期望获得的一个好处就是分散风险。而共同基金投资上市公司的股票和债券，最大的好处之一则是能够随时套现：一旦你想卖出，你很容易在交易市场找到下家，将你的持股卖给对方。很多时候，由于交易量比较大，市场流动性比较好，你随时可以知道自己所持有资产的价值。

贝尔斯登那两只对冲基金投资的，是以美国房贷抵押构成的债券，它所给予投资者的一个很大的好处也是：由于基金所投资的是已经打包过的房贷抵押债券，投资者不仅让自己的投资得以获得足够的风险分散，而且，投资者在必要时还比较容易出手。在贝尔斯登营销自己的对冲基金时，最吸引人，也是被它一再强调的，即是这种良好的流动性。

可是，当信赖的投资者，买入来自贝尔斯登这家大投资银行的对冲基金的股份之后，他们很快就发现自己的信赖给人耍了：自己面临不可能赎回股份的困境。投资者很快就很被动地被这家对冲基金给锁定了，即使投资者已经看到了未来可能出现的亏损，他也没有办法做任何事情——因为他不可以退出，或者说，他已经没有办法退出了！

可能从 2006 年年底开始，当房贷违约率开始超出人们的预期，当由此带来的次贷危机已经开始被人们意识到时，由于采用的金融杠杆太高，贝尔斯登就面临严重的流动性困境。一位欧洲投资者曾经对美国《商业周刊》的记者表示，在 2007 年 2 月时，他就开始要求卖掉自己在贝尔斯登

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金中的股份，可是，一直到 6 月，他还是没有做到。和他有类似要求的投资者，愤怒地围堵了贝尔斯登的总部大楼。虽然如此，他们的赎回要求也还是没有得到满足。

这种场景，是不是和中国国内的农民工围堵一家公司的办公大楼，要求发放属于自己的血汗钱是一个样子的？我说这句话是想告诉今后有机会来美国投资的投资者，不要将美国想得太完美了，很多很基本的问题，在中国出现过，在美国也可能出现。作为风险管理的一部分，大家不能够不防。实在没有办法时，只有靠分散风险来达到减少风险了。

在 2007 年第一和第二季度，新上市的 CDO 规模还是那么庞大，有 1,665 亿美元和 1,786 亿美元（表 2—1）。在市场依然那么红火的时候，贝尔斯登就已经出现了流动性不足的问题，而且，还没有“办法”解开这个流动性不足的结，让人难以理解。

按照常理，那些 CDO 在那个时候应该是比较容易卖出的，而且，还应该能够获得一个不错的价钱。否则，我只能“解释”为，贝尔斯登对冲基金持有的都是“二手市场”的 CDO，没有“一手市场”的 CDO 好卖。这应该只是一个笑话！如果真是这样，那么，就有点类似于国内的公寓房市场了：同样的新房子，从地产商那里出来的，即使是在三年前就已经建好了的，也是新房子。而从消费者手里买来的，即使对方上个月才拿到的刚刚完工的房子，也是“旧房”。而“旧房”的价格就“应该”比“新房”低一些。

2007 年 6 月 7 日，贝尔斯登给自己的投资者发出了一封信，在信中，公司解释了“停止赎回”的理由：基金管理层觉得，基金没有足够的流动性资产来应付投资者的赎回请求。要求赎回的投资者太多，我现在没有那么多钱满足大家的要求。

这句话实际上有着更深一层的意思：我已经无法按照某种能够接受的价格来卖出我自己手中所持有的债券资产了，我甚至都无法卖出我持有的资产了。

按照常规的逻辑，如果你是投资一家共同基金的话，即使市场下跌得



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很厉害，当投资者要求退出时，作为基金管理者，卖出资产获得现金给你就是了。至于能够获得怎样的价格，就按照市场来确定好了，反正赚钱、亏损都是投资者自己在承担。可是这里的逻辑似乎不是这样。难道对冲基金的管理者在告诉投资者：我在目前的价位下“舍不得”卖掉，所以不能给你钱。真是“岂有此理”！我觉得不可能！

正是由于这样那样都无法让投资者能够理解的逻辑，投资者就更加恐慌了。在华尔街，投资者最害怕的就是“不确定性”，最喜欢的，就是可预测性。而在这里，在这个时候，没有任何东西可以基于正常的逻辑获得结果。这种状况让人们不怕也难。

我们知道，如果是投资一家经营还不错的公司的股票，当整个市场面临价值大幅下跌，你持有的公司股票的股价也在跟着下跌时，你可能还能够给予自己这样的合理预期：当市场稳定之后，当经济恢复之时，你的投资品还会再次升值。

由于有着这种比较理性的预期作基础，很多坚持价值投资的投资者，就敢在股价下跌时还守着自己眼中的绩优股。也是基于同样的原因，巴菲特也敢在高盛股价下跌很惨时继续持有。可是在这里，你通过对冲基金所投资的债券，很可能意味着，最后你能够得到的结局就是：大笔的资金打了水漂儿。

此时此刻，投资者很想知道更深层的原因，都期待着实际结果并没有自己想象的那么可怕。可是，在这个最关键的时候，在随后第二天的贝尔斯登投资者电话会议中，在那个按理是基金管理者和投资者互动、沟通的时刻，对冲基金的管理层则选择沉默：他们直言，这一次他们不会回答投资者所提出的任何关于对冲基金的问题。

6 月 7 日的时候，中国公司对黑石集团的每股 30 美元价位的投资应该还没有开始注入。那么，这家公司在这时候是不是已经注意到了贝尔斯登发出的这封信呢？如果没有注意到，那他们又是怎么样被认定为称职，来管理中国百姓那么庞大的资金？如果注意到了，为什么又有后来那么仓促的对黑石集团的巨额投资？很多疑问是得有人问一问了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些对冲基金在它的投资说明中有一条是：在基金管理者认为必要的情形下，可以停止赎回请求。有些共同基金可能也有这一条。不过，对于共同基金而言，由于没有使用金融杠杆，而是有多少钱，买多少投资品，一旦投资者要求卖出股份，退出投资，只要基金所投资的对象有一定的市场流动性，能够让它及时卖出足够数量的投资品，基金也会选择卖出股份，来满足投资者退出基金的要求的。即使卖出的是价值被严重低估的投资品，他们也会那样做，不会强求投资者坚守。同时也是为了这个原因，基金管理者会非常注意使自己所投资对象中那些流动性比较差的投资品种所占的份额不会太高，以免在市场情况不佳时，让自己面临被动的局面。

有不少规模比较大的美国共同基金，也投资了不少的流动性很差的长期投资品种。那些投资品种一般是十几年甚至几十年到期的锁定投资品，短期内很难找到接盘的人。对于这样的品种的投资，基金经理在开始时就应该知道，即使是在最坏的情形——投资者大面积赎回请求出现时，也不应该让基金面临不得不卖出这部分投资品的困境。否则，基金很可能就得以破产为结局。

问题是，当时那些大面积投资债券的对冲基金，并没有看到这种困境出现的可能性。应该说，不是这些人在开始时没有想到这种可能性，而是他们觉得这种可能性太小，不值得去考虑。也就是说，他们觉得那是一个杞人忧天的事，不幸的是，小概率事件最后出现了。

投资贝尔斯登对冲基金的投资者，这时候面临非常尴尬的处境：看着自己所投资对象的贬值，自己却没有办法做任何事情。在正常的基于“绅士风度”所提出的诉求无法得到满足的情况下，采取激进的方式，就是人们唯一的选择了。可能有人会说，在美国那种法制国度，可以通过司法途径解决嘛。是的，不过那样做太费时间。投资者知道，多等一天，他们就得多遭受一份损失。他们需要的是“立马”和“现在”的解决办法，想看到的是现金。为了这个结果，投资者通过各种可能的合法手段，来给贝尔斯登的管理层施加压力。

面对投资者的一再施压，贝尔斯登终于顶不住了。到了 6 月中旬，面



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对每日围堵公司大楼的投资者愤怒的面孔，贝尔斯登资产管理公司的最高管理者 Ralph Cioffi 出面说，公司仔细考虑了投资者的诉求，已经做出决定，将允许投资者撤出按照当时资产价值计算最多只有2.5亿美元的资产。

为了实现这个承诺，同时也为了减轻来自追加保证金的压力，贝尔斯登旗下的对冲基金，开始卖出自己所持有的债券。2007 年 6 月 13 日，杠杆增强基金首先变现了大约 40 亿美元的高等级和交易量比较大的次贷抵押债券。这些减持，虽然让自己的杠杆倍数有所降低，但是，毕竟还是不够。同时，更可怕的是，对冲基金所持有的大部分债券，都是些流动性很差的抵押债券。那些债券的大批突然卖出，无疑会给自己带来毁灭性的打击。对于可能出现的局面，贝尔斯登和它的对冲基金管理层，想都不敢想。这也是为什么贝尔斯登试图通过阻止投资者赎回的方式，来为自己赢得自救的时间的原因。不过，它的这一招，投资者并不领情，而且，市场的恶化速度和程度又比它所预计的还要严重。最终，上帝没有给它带来任何的恩惠，自己的行为还是得由自己来承担责任，面对死亡已经成为一种可能。

贝尔斯登两只对冲基金中的那只比较小的杠杆增强基金，到这时候仅存在了 11 个月，还算是一个新生婴儿。在开始时的前 4 个月，该基金获得了 4.44% 的累积回报。这和 LIBOR 相比，应该还算不错。在 2006 年到 2007 年，LIBOR 一年期的利息最高也不到 6%，而这家对冲基金则在 4 个月就获得了 4.4% 的回报，当然很好了。这种“优良”的业绩，在进入2007年之后，很快就发生了逆转。2007年6月7日，在致投资者的信中，对冲基金的管理层公布说，根据第二季度财报，截至 4 月，贝尔斯登对冲基金已经产生了 19.0% 的投资亏损。这一数字与公司在几周以前所说的“可能的损失在 6.5%”有着很大的差别。也就是说，在短短几周时间里，亏损已经开始变得很大了，这一消息让投资者更加感到害怕。

事后看来，当时贝尔斯登旗下的对冲基金所给出的信号，和市场的反应非常矛盾。如果说，从对冲基金的困境，市场看到了次贷违约率的上升，看到美国房贷市场泡沫的破灭，并因此，对冲基金的投资者再也忍不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

住，选择止跌出局，那么，为什么在同样做着相同行当的其他金融公司和对冲基金当时为什么没有面临相同的问题呢？为什么投资者没有注意到，次贷债券投资能够给贝尔斯登的对冲基金带来那么大的冲击力？对于类似的其他投资基金和金融公司，也应该有着同等的杀伤力才对。但是，至少从那时候每家金融公司的股价表现来看，市场并没有做出如此理性的反应。

这两只原本应该保守投资的对冲基金，为什么会出现如此之大的投资亏损，不少投资者无法理解。它们败落的原因，实际上也是这次金融危机发生的直接原因：很多人，包括大量的专业金融人士，对于自己当时所面临的风险认识不足。当巨额亏损出现时，才发现那是一个让人吃惊的无情事实，但为时已晚。

贝尔斯登这两只对冲基金所犯的错误是一个非常经典和基本性的错误：在风险很高的投资品种上采用了过高的金融杠杆。

在开始时，基金的管理层没有意识到所投资的对象是风险很高的品种，所以才会采用很高的金融杠杆。而又正是金融杠杆的倍数太高，将自己开始时没有意识到的已经很高的风险给放大了。

按照一位对冲基金内部人士的说法，贝尔斯登的那家增强型基金采用的杠杆率为3：它所投资于债券的每1美元自有资本，捆绑着3美元负债。换句话说，每1块钱的自有资本，投资了价值高达4美元的债券。

在这种情形，如果它所投资的对象贬值四分之一，也就是开始时所购买的4美元的债券价值，在贬值之后变为3美元，那么，整个投资账户的自有价值就为零了。因为，每4美元初始投资所剩下的3美元价值，已经不属于自己的了。

不少的对冲基金，在那时候都采用了类似的金融杠杆来借钱买债券投资。他们之所以愿意并敢于那么做，是因为根据过去十多年的历史资料，美国房贷市场的违约率非常之低。面对很低的违约率，以房子做抵押的房贷债券不可能出现价值大幅下跌。根据当时市场的研究分析，美国房贷违约率可能在1.6%左右，这样的违约率不会给对冲基金的投资组合带来很



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的风险。

实际上，贝尔斯登的对冲基金采用的金融杠杆的倍数可能还要远高于这个数字。另外还有人说，增强型基金用借来的 90 亿美元，通过杠杆撬动了房屋市场 297 亿美元的抵押债务凭证。

这里是用借来的 90 亿买了三倍多价值的债券，那么，这 297 亿美元和自有资本相比，又是一个什么比例呢？如果自有资本，也就是投资者直接投资进去的资金，再算上几年下来基金所赚的利润的累积，远低于这个 90 亿美元，那么，基金所采用的杠杆放大倍数可就远不止 3 了。当时的这家对冲基金所做的，就是我们常说的“空手套白狼”，不同的是，它手里可能还有一根绳子，比完全的空手强一点。

就所借的 90 亿美元部分来说，在投资对象哪怕是平均贬值 10% 的情况下，这个基金的所借部分就会出现 30% 以上的投资亏损，此外还有不得不面临的借贷利息的负担。如果投资品平均亏损 30%，那么，基金的所借部分的价值就会所剩无几了。

虽然在开始时，大家都觉得出现两位数的亏损是一个小概率事件，但是，这次金融危机的最大不幸就是，一个小概率事件到后来居然成为一个必然性事件。而且，这种概率的变化，对于华尔街的反应来说，来得太突然，让华尔街人无所适从。

贝尔斯登两只对冲基金所投资的对象基本相似。不过，规模更大的结构信用基金在开始时要保守一些，它所采用的杠杆倍数低一些。这只在 2003 年 10 月建仓的对冲基金，在开始几年还真的给自己的投资者带来了不错的业绩，同时也给贝尔斯登公司带来了不错的收入。根据贝尔斯登在 2007 年 6 月给投资者的信中所披露的信息，从 2003 年 10 月开始，到 2007 年第一季度结束，该基金给投资者带来的年平均收益率为 12.8%。这个数字和 LIBOR 相比，当然是非常好的了。就是一个业绩如此优秀的基金，在不久之后也以破产为结局。

如果你有 1 美元投资购买债券，能够获得 6% 的年度回报，再通过借 3 美元按每 1 美元赚取 2% 的差额利息，那么，这额外的就是 6% 的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两者相加，就是12%的年度回报了。而且，哪怕借到的每1美元，能够为你赚到0.5%的利息差额，那3美元也可以让你获得额外1.5%的回报，也可以说是“空手套白狼”的好生意，如果你不被白狼咬到的话。这种使用金融杠杆的运作，就是华尔街最流行的盈利模式之一，也是华尔街一再出现巨额亏损的原因之一。

在两只基金倒闭的前夕，根据《华尔街日报》记者的报道，杠杆增强型基金已经被它所投资的债券的价值贬值吃尽，已经变得家徒四壁，投资者已经血本无归。相对比较保守一点的结构信用基金，所残存的资产价值，也只有原资产的9%。

大家可以算一下，即使按照三年时间计算，每年平均12.8%的投资回报，三年的累积就是43.5%的总回报。也就是说，三年前的1美元，现在已经是1.435美元了。其后，这1.435美元又变成1.435×9%=0.129美元。

在宣布倒闭前，贝尔斯登对冲基金公布的负债为90亿美元。它的债主包括美林、摩根大通、花旗、德意志银行和雷曼兄弟公司，其中欠美林的最多。虽然这些借债大部分都有抵押品，但是，人们事后发现，这些被用作抵押品中的资产的大部分，最后还很可能是一文不值的CDO。也就是说，贝尔斯登买进了大量的房贷债券CDO，然后又用这些债券做抵押品，来向其他投资银行借钱。而那些精明的投资银行，也没有注意到贝尔斯登所用抵押品本身的价值会出现快速贬值的可能性。

第三节　美林的智慧

贝尔斯登的对冲基金出现麻烦，那些借钱给它搞投资，期望从中赚点轻松的利息钱的债主，这时候也开始慌了。投资者想退出而没有办法退出，这个信号对于债主而言，也是非常危险的信号。它们开始动用自己的关系和能量，来收回自己借给这两个基金的钱了。于是，贝尔斯登的基金是雪上加霜，看来是离死期不远了。

雷曼兄弟公司也借钱给了贝尔斯登的对冲基金，但借款数额相对其他



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债主而言不是很多。2007 年 6 月 19 日，雷曼兄弟公司选择公事公办，按照双方事先签订的合同，拿走了贝尔斯登对冲基金手里那部分作为抵押品的 CDO。随后，雷曼公司将这些抵押品拿到市场上去，希望通过拍卖的方式出手，收回现金。拍卖的结果让雷曼很寒心：实际获得的现金，只有抵押品价值的一半。也就是说，雷曼从自己借给贝尔斯登的钱中遭受了一半的损失。

2007 年 6 月，还是全球有高达 1,786 亿美元 CDO 成功投放市场的时刻。雷曼收回的是杀价一半的 CDO 资产。这个信号，对于华尔街应该是非常明显的了：CDO 市场已经像一具泥足巨人，很快将会不支倒地。它已经没有内力了：类似的“旧”资产如此不值钱，“新”资产又怎么可能很值钱呢？这种信号事后看来也被人们忽视了。

回到雷曼的做法上，从道理上讲，雷曼那样做也是合情合理，没有什么值得指责的。不过，就是这个合理的做法，最后被很多人指责为“不负责任”的行为。有人说，在那个时候，任何人，为了大家的共同利益，如果还有其他选择的话，即使没收了贝尔斯登手上作为抵押的 CDO，也不应该轻易采取拍卖的方式，来低价处理抵押资产的。因为这样做的结果是，暴露了大家共同大量持有的 CDO 价值已经大面积贬值的真相。而在那个时候，暴露真相可能是无异于自杀。

华尔街金融机构直接相互博弈、相互依存的关系，在这里表现得淋漓尽致，甚至可以说是血淋淋、赤裸裸的了：皇帝如果需要不穿衣服的话，或者说，在皇帝没有穿衣服的时候，我们作为“臣子”的，应该以无法理解“伟人”的行为来做我们逻辑判断的基础，并且基于此来做出决策并指导我们的行动，因为那“应该”是皇帝的新衣。

话说回来，雷曼当时选择那样做，实际上可能也是没有办法的办法，因为雷曼自己已经是自身难保，也急需现金来救助自己。再者，它毕竟持有的数量相对比较小一些，在那些大头还没有开始动之前，自己先动，或许还能够获得一个比较好的结果。金融对垒，是在搞对垒，又不是搞社会救济，理性选择还是最重要的，雷曼人当时这么想着。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融市场上的对垒和博弈，一招一式，和战场上的对垒是一个样子的。不同的是，在这里，你看不到硝烟，也听不到双方攻击的炮火声。有的只是斗智和结果不同所导致的各自账户上金钱数量的变化。雷曼由于自己所涉及的贷款规模较小，采取了直接面对的策略，是一种最简单、最传统，也是更容易做的办法。

虽然拥有类似的合约，但是，美林债券公司却没有办法仿照雷曼的做法。因为，作为贝尔斯登对冲基金最大的债主，由于自己所面对的抵押品价值规模太大，如果采用雷曼的办法处理，不仅自己将遭受比雷曼更大的损失，而且，还可能导致骨牌效应的产生，那是美林最不愿意看到的情景。即使是一半的亏损，美林也不愿意接受，它要贝尔斯登这个贝氏对冲基金的父母，来为自己“孩子”的过失承担责任。美林当然知道，在法律上，它能够获得的，也不可能比雷曼好到哪里去。问题是，美林不满足于那样的结果，它需要更多的补偿，最好是全部补偿。

面对和雷曼类似的可能结局，聪明的美林人当时采取了完全不一样的策略：以虚对实。如果是以实对实，它就应该拿走对冲基金的抵押品，再去想办法处理。但是，如果来个围魏救赵，是不是会获得更为奇妙的效果和结果呢？美林人打起了如意算盘。

博弈、博弈，一在博，二在弈。博就是对垒，硬碰硬，拼的是实力，但同时伤的也是实力。中国古代冷兵器时代的军事对垒，杀敌一千，自损八百，讲的就是这个道理：胜利是需要付出代价的。按照美国人的逻辑就是，投资得先投入，其后才能谈回报。而博弈的弈，则强调的是智慧的对垒，是一种软实力的打拼。这样的结果可能什么都没有，但也可能获得比硬拼要好得多的结果。这时候，关键的就是用“势”了。善用人心，善于借助大环境提供的机会，就是这一策略能够获得奇效的关键。

美林人当然知道，如果在平常，你除了按照合同拿走对方的抵押品之外，是无法做什么“大事情”的。在这种场合，你也不可能拿着枪去威胁对方的生命。对于美林来说，让贝尔斯登着急和害怕实际上也没有什么用，因为它已经是到了“要钱没有，要命有一条”的时候。有用的，是让



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些旁观者着急和害怕，让那些有钱能够着急或者着急起来有些价值的“旁观者”屁股上着点火。

为了这个目的，美林非常冷静地放出风声，如果没有其他的选择，自己将只好在市场上直接出售，从贝尔斯登那里获得的初始价值高达8.25亿美元的CDO。

美林的聪明还不仅仅在于它的智慧，还在于它的时机把握。如果它像雷曼那样急匆匆地做“该做的事情”，那么，它能够获得的结果也和雷曼一样，不过如此。聪明的美林没有那么做，虽然自己也很着急，甚至比雷曼还着急。但是，它选择等待一下，选择至少表面上看上去很冷静的样子，让喜欢快动作的雷曼再当一次急先锋。其后，自己再视情形而动：静观其变。

虽然美林在事先持有一点点的乐观期待，但是，结果还是让自己没有预想到：美林的风声一放出，很快就在华尔街引起了地震般的震动效果。它还没有真正出手，整个华尔街就已经开始战栗，害怕了。这就是高手，敲山震虎，而且被敲的虎，还得老老实实地在它眼前当起了温顺的小猫。

对于美林的可能动作，不少的华尔街人做了这样的解读，至少是他们给那些美林想吓唬的人这样的一个解读：在那个时刻，一次如此规模的抛售，将会给商业银行、投资银行、券商和普通的投资者带来他们最不愿意看到的一幕。美林拍卖出手的这些债券的价格，将会被华尔街作为其他类似债券的基准价格。

也就是说，在一个市场流动性很差的地方，在大量的债券由于没有市场流动性，而不知道价格该如何计算的时候，这些被超低价卖出的债券，将会被市场作为价值尺度，来衡量其他金融机构手里所持有的类似债券的价值。

在这个逻辑被华尔街接受之后，特别是被政府方面的金融专才们“理解”之后，美林的策略就开始产生预想的效果了。在政府看来，华尔街每一家持有类似债券的金融机构已经开始“意识到”，只要美林开始那么做，他们就会立马“发现”，自己所投资的债券的价值已经大幅缩水。而由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几乎所有的华尔街的金融机构，在那个时候都采用了高倍数的金融杠杆，也就是借了很多的钱来投资类似的债券，债券价值的大幅缩水，也就意味着，这些金融公司必须马上想办法拿出大量的现金作为储备，来弥补因为投资亏损带来的对保证金的追加要求。

很明显，在这种时候，大部分公司是拿不出这笔钱的。那么，他们面临的处境，首先就是必须出卖手头持有的投资品，也就是那些已经大幅缩水的债券，这又会继续打压那些债券的市场价值。在出手这些债券还是不能够获得必需的现金之后，很多金融机构就只有破产作为最后的选择了。于是乎，多米诺骨牌效应就开始发生作用。即使是能够拿出那么多的资金，对于对冲基金的管理者来说，同样的投资品，如果价值被杀了一半，他们能够获得的管理费就会少很多，这对他们而言也是不愿意面对的情形。

当时，人们估计，在一个价值规模已经高达 2.6 万亿美元的 CDO 市场，如果所有债券的市场价值都缩水一半，那就是 1.3 万亿美元的投资账面亏损。这么巨大的一个亏损数字，带来的将是整个世界金融系统的毁灭。由于雷曼兄弟所持有的 CDO 规模较小，雷曼的动作，在某种程度上说是一种对市场的测试。不过，测试的结果让金融界不寒而栗，让美国政府也胆战心惊。而且，雷曼兄弟当时的不顾市场影响的敢作敢为，可能也在华尔街无形之中造就了大量的怀恨者，而又是这种怀恨，让后来雷曼自己出现麻烦时，没有对手愿意出面相救。

即使在金融市场上相互对垒，互相残杀，也还要遵循一定的残杀规则。从道理上看，你有权利不遵循这些规则，但是，如果你破坏了，虽然那也是你的权利，但结果也同样是你必须为此而付出代价。

金融市场对垒中的潜规则，也是值得玩家认真领悟和尊重的，这是后话。这和江湖上的规矩有些类似，你可以杀人，别人也可以杀你，但是，这么一个对杀，还有一个江湖规则的尊重问题。如果你想在江湖上混，不懂这种江湖规矩还不行，至少你会多吃很多基于无知的亏。有人将这种江湖规矩，视为没有写在纸上的“职业道德规范”。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看到雷曼获得的结果，精明的美林人自然知道其中的厉害。人生有时候就是这样，不知道真相比知道真相要好：知道真相带来的是死亡，而迷迷糊糊带来的可能还是一线生机。即使可能也同样是死亡，但至少你死得要轻松一些。

可能也是基于这种考虑，在中国，当一个人病重时，即使是病危了，医生和家属还会采用欺骗的语言来安慰他。不过，这种"善意"的欺骗，在美国似乎是非法的，因为，美国的病人有知道真相的权利。

回到我们的正题。在这种情况下，华尔街的玩家们都心照不宣，采取模糊应付的态度来支撑度日。虽然在那段时间，可以说每个人都是度日如年，噩梦一个接着一个，可能很少有人能够享受一个安稳的睡眠；虽然不少人还不得不依靠催眠药，来帮助自己获得必需的、最低的睡眠时间保证，但至少，他们在表面上还得冷静下去，日子也还得继续过。

美林的威胁，再配合自己的强大公关，很快就有了结果。它成功地让美国政府"看到了"问题的严重性：如果真的出现每家持有CDO资产的金融公司，都必须以半价计算自己所持有资产的价值，那么，在这之后，美国政府面临的将是一个崩溃的金融系统，那时候即使是想救市，也可能是做什么都来不及了。

总算让美国政府"开了窍"，那么，下一步就是怎么样在此基础上获得自己所需要的结果了。在美林的鼓动下，在那些和它有着同样需求的"难兄难弟"们的闹闹嚷嚷的附和声中，美国政府派出了自己的代表，和贝尔斯登展开了谈判。

美国新闻界的报道指出：为了避免上述那个恐怖时刻的到来，美国政府的相关部门和贝尔斯登管理层展开了紧张、秘密、艰难的谈判。面对美国政府的代表，这时候的贝尔斯登实际上已经没有太多的谈判筹码，它事实上已经成为任由美国政府宰割的砧板上的肉，有的只是残存的呻吟和饮泣。

以美林为代表的团队，在几天紧张的等待之后，于2007年6月21日深夜，最终等到了自己想要听到的结果：美国资产保值委员会（Plunge



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Protection Committee）和贝尔斯登管理层的“艰难”谈判，总算在“维护”双方利益的基础上达成了妥协。

说是平等的谈判，实际上就是美国政府方面让贝尔斯登看清楚，自己已经没有多少退路了，在这种情形下，与其自救，还不如牺牲自己，救救那些还能够生存下去的“同伙”，也就是自己昔日的竞争对手。

美国的资产保值委员会，是一个由美国总统直接管辖的官方工作小组。该小组的主要职责，就是维持金融市场的健康运转。

在次贷危机这么大的冲击来临时，要想靠几个人的小组，来实现维持金融市场的健康运转，谈何容易。当时面临的第一场硬仗，就是处理贝尔斯登对冲基金危机所可能带来的连带冲击。它的目标，就是在那个即将要倒塌的多米诺骨牌的比较接近开始的地方，立一个挡牌，使得即使前面几个骨牌倒下了，也不会推倒后面太多的骨牌。

前面说过，面对自己对冲基金出现的大幅价值缩水，贝尔斯登已经宣布，自己将拿出32亿美元的现金，来救助其中那个规模比较大的基金，既缓解追加保证金的压力，也缓解投资者赎回的压力：有了这32亿美元的现金，对冲基金就不必卖出很多的投资品，来对付投资者要求退出所需要的现金要求。

所谓救助，就是贝尔斯登自己贷款32亿美元给自己旗下的对冲基金。有了这笔资金之后，如果基金所使用的杠杆倍数不是太高的话，就没有必要大量卖出自己所持有的作为投资品的债券，于是乎，对于债券市场就没有很大的卖出压力。这样做，对人对己都是一件有利的事情。如果债券市场所面临的是短期的问题，假以时日，债券价格可能会回升到合理的价位，那时候，这笔借给基金的资金也可以算作是一笔投资。贝尔斯登的管理层当时这么想着。但是，管理层的这个努力，却在美国政府方面的干预之下无法变为现实。

这32亿美元的贷款额，相当于贝尔斯登公司当时130亿美元总资产的四分之一，对于该公司而言，已经是一笔巨款了。动用这么大的资产来救助自己旗下的对冲基金，是想让市场看到，它贝尔斯登是一个重信用的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司，它是真心实意地想要救助旗下的那个结构信用基金的。特别是在贝尔斯登自己已经采用了高达30几倍的金融杠杆，搞高风险的投资经营的时候，拿出这笔巨款，当时是让市场感动了一回。在拿出这笔巨款之后，市场知道，贝尔斯登公司是不可能再拿出资金，来救助另一只增强基金的。不过，贝尔斯登管理层在口头上还在说，该公司的资产管理部门，依然会为基金的投资者和债权人承担清偿债务的义务的。

当时，资产保值委员会和贝尔斯登谈判的目的，就是要说服贝尔斯登管理层改变主意，将这笔32亿美元救助资金，直接支付给债权人，而不是注入基金中。资产保值委员会的考虑是：直接支付给债权人，就能够平息那些人的怒气，让他们放弃卖出基金抵押品的冲动，给债券市场减压。而作为债权人得益的代价是，大量的基金投资者所可能遭受的损失将会更大：对冲基金要满足投资者的赎回要求，就得卖出持有的投资品，这一样会导致这些债券价值的下跌，但是，这种下跌造成的损失是这些投资者的。而那些借钱给对冲基金的金融机构，已经成功地获得了现金。

面对来自政府方面的压力，实际上是面对来自华尔街众多对手成功对公关政府部门而间接施加的压力，2007年6月21日，贝尔斯登管理层选择妥协，同意按照资产保值委员会的意思来处理这32亿美元的注入资金。很快，作为债权人的美林、摩根大通、花旗和德意志银行等投资银行，就获得了贝尔斯登原本计划注入对冲基金的这32亿美元。博弈的结果，金融机构投资者战胜普通投资者，成为自己的利益获得优先保证的胜利者。

在事后的新闻公告中，贝尔斯登和资产保值委员会，都为双方达成的"双赢"结果庆贺。而这时候，真正值得庆贺的，是那些因此而获得资金的交易对手。贝尔斯登实际上也是一个失败者，它是在强忍着泪水面带微笑发布那个消息的。如果还有选择的话，贝尔斯登应该是选择持有这笔现金，用来在几个月之后救助自己。毕竟，对于贝尔斯登来说，对冲基金再重要，也只是整个身体的重要肢体之一，而肢体存在的价值，还是必须以整个身体是活着为前提的。

第二天，6月22日，贝尔斯登宣布，将放弃对它旗下那两只对冲基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金的救助。作为一家百年老店，一家靠信誉打天下的金融公司，这么大的事情，说变就变，丝毫没有信誉可言，这在华尔街也是不多见的。这时候的贝尔斯登实际上在暗示金融市场，我已经不怎么准备继续存在下去了。

读者注意到，这里实际上存在着非常明显的不公平：那些债权人是贷款给了贝尔斯登的对冲基金，让这两个对冲基金可以使用高倍数的金融杠杆来购买过量的债券。它们在放出贷款之前，就应该意识到可能有收不回借款的风险。但是，现在，它们却可以成功地通过政府部门的干预，也就是我们所说的行政干预，来逃避自己应该承担的风险。

如果对冲基金要倒闭并且被清算资产的话，那么，就应该公平公正地先让它们破产，然后再按照先后次序来决定赔偿数额。而且，在注入32亿美元之后，很可能对冲基金还能够存在一段时间。是不是最终能够得以起死回生，那还要看市场的演进速度和方向；至少，那样做的话，它还有一线生的机会。

如果基金最后不得不破产，债权人当然是能够优先获得补偿，但结果很可能没有现在这么好。由于自己所拥有的影响力，这些大的机构投资者得以凭借自己的权势、关系和威慑力，通过政府之手先行获得补偿。面对这种不公平，那些力量较小的投资者和债权人的利益又应该由谁来保障呢？这种不公平博弈的结果，让投资者非常愤慨。

这看上去是政府为了救助美国金融系统的一次努力，实际上，就是权利和利益博弈的结果，和在这种结果下的利益再分配。我无法获得贝尔斯登当时详细的财务报告，也不可能有时间去细细分析它和其他对手的财务关系。但是，在一个讲求公平的美国，大的金融公司凭借自己的影响力来影响政府干预市场的行为，我还是觉得是一件很不公平的事情。而且，这种不公平还在后面一再出现。

人们说，患难见真情。在金融市场上，混乱才能看清真面目。金融机构通过自己的影响力和关系，通过影响政府和政治家的行为，来为自己谋取利益，在危急时刻能够让人看得更加清楚和明白。

在这之后，对冲基金都破产了，那么，基于对冲基金建立的、为了解



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

救对冲基金而转移有毒资产的厄吾快斯特金融公司，自然就没有存在的价值了。救人得在那人还活着有救助的希望时进行。现在，人都已经死了，自然就没有救助的必要了。6 月 25 日，厄吾快斯特金融公司向美国证监会撤回了公司公开上市的申请。

2007 年 8 月 1 日，这两个对冲基金正式宣告破产清盘。如果上市能够提前几个月成功进行，如果它的机构投资者不那么急着撤走自己的资金(通过上市退出)，如果贝尔斯登的那 32 亿美元能够成功注入那家对冲基金，我相信，那家对冲基金不会死得那么惨。人类的贪婪和自私，最后的结果是让大家都受到损伤。

贝尔斯登对冲基金的危机，预示着次贷危机的开始，也预示着贝尔斯登自己末日的即将到来。

第四节　贝尔斯登艰难度日

在放血 32 亿美元之后，在让自己手下的对冲基金破产之后，“轻装上阵”的贝尔斯登“轻松”地活了几个月。转眼之间，时间到了 2008 年阳春三月。对于很多地方的人来说，这是一个美丽的季节。山花烂漫，小鸟欢畅，细雨霏霏，春意浓浓，应该是让人很开心的时候。可是，对于贝尔斯登人来说，笼罩在自己头上的是死亡的阴影，相伴的是暂时还没有附体的鬼魂。

那时候开始，在华尔街，在世界金融市场，关于贝尔斯登自己陷入困境的传言开始流传。2008 年 3 月 4 日开始，欧洲银行实际上就已经停止了和贝尔斯登进行相关交易的活动。在它们看来，和贝尔斯登的任何金钱关系，都意味着自己在面临着巨大的金融风险。在此基础上，投资者也开始撤资或者抛售贝尔斯登公司的股票，公司的流动性面临很大的压力。

2008 年 3 月 10 日，传言越来越多，交易对手的资金逃离也愈演愈烈，公司的流动性危在旦夕。而正是在这天，贝尔斯登做了两件意在稳定人心的事情：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）推出了一只交易所基金（Exchange Traded Fund：ETF）。推出新产品，说明自己的经营很正常，否则，在自顾不暇的情况下，一家金融机构是没有心思推出什么新产品的。（2）为了挽救市场对公司的信心，贝尔斯登还专门发布了一则公告，期望正告市场，自己没有流动性问题，不存在流动性危机。在那篇发给美国各大新闻机构的信中，作为公司总裁的施瓦茨说得很肯定：贝尔斯登的资产负债表还很健康、流动性充足并且拥有强大的资本实力。为了证明自己所说的是真实的，贝尔斯登还动员美国证券交易委员会出面，来让市场相信：这家投资银行具有足够的缓冲资本。

美国的金融机构，至少在这个时候，已经是不再那么容易被人忽悠的了。虽然美国政府很卖力地在“证明”投资银行的“雄厚”财务实力，可是，那些华尔街的玩家还是我行我素，做自己觉得该做的事情。它们视美国政府的话为喜欢说话的小孩的喳喳儿语，没有多少人当真。它们的这种反应，倒是急坏了美国政府。

面对越来越严重的危机冲击，美国政府更怕的是市场信心的丧失。如果说，美国政府是一个司令部，正在指挥着一个有着相互利益关联，同时又有利益冲突的规模庞大的联合军队的话，那么，现在的联军已经开始败退。在这时候，只要有一波足够强大的冲击力出现，这个联军就会立即溃不成军。即使在没有外部冲击的情况下，由于内部已经是人心惶惶，如果再来一个大的谣言，溃散的军心也足够置整个联军于死地。在这种情况下，任何能够稳定军心的事情，美国政府都愿意做，哪怕是使用谎言。读者这时候可能能够理解，当初为什么曹操要杀掉那个擅自解释“鸡肋”口令的杨修的。

对于美国政府和金融机构稳定军心的“善意”谎言，最“愿意”接受的，就是那些普通的投资者。而也正是他们的善良，在一次次的危机面前，又使自己在有形无形之中承担着危机的后果和损失。而那些专业的金融机构，那些为数也不少的危机的制造者，则悄悄地借助于政府和金融机构放出的一个个“善意”的稳定人心的理由，在悄悄地撤退，减少自己的投资损失。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这就是金融博弈的特点：每一次，牺牲最大的还是那些善良的人们，那些普通的百姓。是他们在一次次为那些机构投资者打工和承担责任，一次次成为政治家自身利益的维护者和牺牲品。贝尔斯登公司自己的信誓旦旦，外加美国政府对对冲基金的实力“保证”，丝毫不能阻止事态的进一步恶化。因为决定市场走向的并不是容易被忽悠的普通投资者，而是那些狡猾的机构投资者。他们是不那么善良，也不那么容易被忽悠的。对于他们，唯一的动机就是金钱和利益。

2008 年 3 月开始，不少对冲基金继续加大从贝尔斯登撤出资金的速度，他们完全没有理睬美国政府的美言。3 月 13 日，纽约 S3 对冲基金合伙人伯格·斯隆，就是这其中的一个典型的例子。在仔细分析了市场的可能走向之后，他觉得，继续待下去的风险太大。于是，他向自己还没有撤出的客户下达了最后指令：把资金全部从贝尔斯登撤出，一分不留。即使是那些持有贝尔斯登股票的投资者客户，他的建议也是全部卖出。事实上，在这天选择和他一样做法的投资者，显然不止他一个，因为在那一天，贝尔斯登的客户账上的现金已经减少到 20 亿美元的水平。

面对这种来自客户的挤兑，贝尔斯登面临严重的流动性不足的问题。也是在这一天，面对市场的压力，无路可走的贝尔斯登告诉美联储和美国财政部，公司已经准备在第二天早晨宣布申请破产保护了。

像贝尔斯登这样规模的投资银行必须面对破产保护，对于面临金融危机冲击的美国经济甚至是世界经济而言，毕竟不是一件好事情。再者，2008 年还是一个大选年，作为执政党的共和党，当然不愿意让美国的选民意识到，美国经济已经面临严重的困境，甚至到了一家大型投资银行都不得不破产的地步。那时候，美国民众已经对小布什发动的对伊拉克和阿富汗的入侵行动开始出现反感，再来一个国内经济问题，共和党就更是吃不消了。为了政治利益，共和党执政的政府，自然是能够捂住就想办法捂住为好。能捂住多久就捂多久，尽力而为吧，不少人当时选择这么做。

采用任何可以使用的手段，来阻止贝尔斯登的破产，就成为当时美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府的最佳选择。为此，通过美联储和美国财政部的连夜协调，终于决定由摩根大通出面，来为贝尔斯登提供为期 28 天的紧急资金援助，缓解贝尔斯登面临的流动性不足的问题。而摩根大通背后的风险，则完全由美国政府来承担。

从表面看，美国政府没有参与，至少大多数美国选民会这么认为，实际上，又是美国政府在用纳税人的钱救助贝尔斯登。这就是一个很技巧的做法，这是自 1929 年大萧条以来，美联储第一次向非商业银行提供应急贷款，不仅在法律上行得通，而且，还顾及到了很多的政治利益。这也是为什么一直到 2008 年 9 月雷曼宣布破产时，美国两党对垒时，经济形势还不是人们需要关心的最重要议题的原因。

现在看来，我还是很佩服美国政治家的手段，还有美国政治家和金融界联手演绎双簧的水平。事情已经发展到那么严重的程度，居然在美国大选中，经济还没有成为主打的最重要的议题。也可能那时候，民主党还处于党内对垒阶段，还没有走到需要关注作为对手的共和党的执政业绩问题的时候。党内对垒的关键还是相互的攻击，而大家又同时是在野党的成员，不存在需要对经济负责任的问题。①

在机构投资者的打压之下，3 月 14 日，贝尔斯登股价狂泻 46%，收在 30 美元附近，这个价位是贝尔斯登股价在最近九年来的最低点。即使在这个时候，即使是这个 30 美元，在后面看来也还是一个非常不错的价位。

问题是，贝尔斯登的问题并没有到此为止。市场预期该公司的问题还有深层次的病根没有披露出来。有人估计，贝尔斯登应该是已经病入膏肓了。

其后，就是雪上加霜，在那一天，标准普尔信用评级公司将贝尔斯登的长期信用等级降低到 BBB，并且还同时警告说，这家公司的信用等级还可能会被进一步降低。也就是说，标准普尔对于贝尔斯登的前景非常担

① 详细的分析和背景说明，请参阅：《奥巴马大传》（长江文艺出版社）和《奥巴马智取白宫》（崇文书局）。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忧，即使是给出这个BBB级别，可能还不足以说明该公司所面临问题的严重程度。与此同时，穆迪公司也给予贝尔斯登降级处理，将贝尔斯登的公司债券，降低到接近于垃圾债券的水平。

评级公司在这里所降级的是贝尔斯登的公司债券，而这种公司债券又是该公司向市场所借金钱的还贷安全性的一种指标。降级，意味着该公司还钱能力的下降，而这又必然导致市场上对该公司债券的卖出压力，结果就是该公司债券的贬值和债券利息的上升。而债券利息的上升，也就意味着公司通过借款在市场上融资成本的增加。

那么，到底是什么原因让贝尔斯登最后倒下的呢？大家已经看到，贝尔斯登旗下两个对冲基金的破产原因，就是因为采用了太高倍数的杠杆投资了风险太高的债券，而自己在开始时又没有意识到那种债券会存在很大的贬值风险。

对冲基金毕竟只是贝尔斯登旗下所管理的投资者的资产，即使那些基金破产，贝尔斯登所遭受的直接经济损失，除了自己所投资在里面的资金外，就是自己的声誉了。虽然那也很痛，但毕竟在短期内应该是不能够置自己于死地的。

贝尔斯登的倒塌是由两个阶段和过程组成的：

(1) 作为美国债券市场上最大的承销商和衍生品发行商，贝尔斯登自己在房贷抵押债务和衍生品市场上的投资也过大，而且还采用了高达30多倍的金融杠杆，房地产市场的大幅下滑自然使其遭受严重损失；

(2) 在贝尔斯登自己所采用的债务杠杆比率很高的情况下，在次贷危机中资产大幅缩水之后，客户又大量撤出资金，最后使贝尔斯登就像商业银行一样被“挤兑”致瘫。

如果说，贝尔斯登只是一家私营企业，一家私营企业的破产倒闭，在市场经济环境下，几乎是每天都可以看到的事情。每一年，美国可能有上百万家私营企业成立和关门，也正是这种不断的死亡和新生，才造就了美国资本主义的活力，也才体现了市场经济的优越性。那么，为什么一家贝尔斯登的倒闭，就那么让大量的来自美国政府方面和金融界的“朋友们”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如此惦记呢？

实际上，问题出在“死不逢时”。贝尔斯登作为一家投资银行，它自己拥有大量的客户，而且，还和很多其他的投资银行和金融机构发生着各种各样的金钱关系。作为华尔街金融系统，甚至是全球金融链条上的一环，在危急时刻，可以说是牵一发而动全身。贝尔斯登不能倒，所以人们在想办法救它。

问题是，贝尔斯登现在所面临的困境，即便有来自政府方面的短期的流动性注人，真正的死结还是没有解开。也就是说，在当时，靠公司自己本身，是已经没有能力继续单独生存下去了。美国政府看到了这个问题，公司的对手也看到了这个机会。

在华尔街，金融公司之间的关系，和远古时代一部分人类的关系也很类似。在活着时，大家可能会时不时地通过相互之间的合作来捕获野兽，达到大家共同获利的目的。但在食物不是很充足时，大家可能又会为了一己之利而互相倾轧。在机会到来时，对手可能还在想着吃掉你身上的肉。

现在的贝尔斯登，就像是一个走路都歪歪斜斜的人，已经明显的体力不支，那些想吃它肉的家伙，就跟在它的后面几步远，就等着机会的到来。现在，机会已经开始出现了，被对手吃掉已经在所难免，不少华尔街人这么说。

果然，2008 年 3 月 16 日，摩根大通对外宣布，将以 2.36 亿美元的总价，相当于是以每股 2 美元的股价，以换股的方式，用摩根大通的股票来收购贝尔斯登。这个消息一出，舆论哗然。对于所有的人而言，这和明目张胆的吃活人的强盗行为也没有什么两样：人们的愤慨在于摩根大通的出价上。

在 2007 年年初时，贝尔斯登公司的股价在 170 美元，即使到 2008 年 3 月初时，股价也还有 70 多美元。上面说到，就是在几天之前（3 月 14 日），公司的股价也还在 30 美元左右。短短几天到底发生了什么？为什么美国的投资银行就这么不堪一击？无数人迷惑不解。特别是那些持有公司股票高达 30% 的贝尔斯登的员工，这些拥有“内部消息”的投资者，更是无法理解。

在这里，实际上涉及好几个问题：到底贝尔斯登值多少钱？为什么它



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价值突然下跌那么快、那么多？能够在几天时间就突然大面积贬值如此之多，公司的风险控制又是如何做的呢？对于一家靠玩弄资本过日子的投资银行而言，自然是无法让人理解。

为了搞明白贝尔斯登的价值，美国《华尔街日报》的记者做过这种估计：贝尔斯登位于曼哈顿的总部大楼富丽堂皇，楼高 45 层，可使用面积大约 11 万平方米，比较保守的估计，它的价值大概在 12 亿美元以上。这本身就已经远高于 2.36 亿美元的价码。这位记者想说的是，价值是被严重低估。

不过，一家公司的价值，最终还是决定于公司的负债和资产相抵之后的剩余。资产再多，如果负债更多，也可能还是资不抵债。再者，美国人投资房地产，很多时候都喜欢搞按揭，投资银行更是喜欢这样做，因为，即使是它有能力付清，也喜欢通过较低的利息借得商业银行的款项，来自己投资获得更高的回报。玩这种赚取差价的游戏，实际上也是它们的本行和专长。

不过，更为有趣的是，在其后的 3 月 24 日，可能是难以面对贝尔斯登自己的投资者的愤慨，摩根大通居然在没有竞争对手出价的情况下，独自“友善”地大幅度提高了收购价格。新的价码相当于每股 10 美元，是旧价码的五倍！对于历来吃肉不吐骨头的华尔街来说，这还是一件很新奇的事情，让人回味无穷：现在看来，开始时的出价是低得离谱，但为什么贝尔斯登的高层管理人员，那些金融专才，还能够接受如此离谱的低价呢？为什么摩根大通一下提高这么多呢？如果只是安抚人心的话，可能加一倍达到 4 美元就可以打发投资者了，反正也没有竞争者，而且贝尔斯登已经到了不得不卖的时刻。

不过，从摩根大通的态度转变看，它至少是已经部分地看到了贝尔斯登的价值潜力了，同时，它可能也担心，如果太狠的话，可能还有吃不到这块肥肉的风险。因为，盯着这块肉的饿狼，实在不应该只是它摩根大通一家。摩根大通吃下贝尔斯登的前提是美国政府的担保，在那时候没有其他公司参与竞争，是不是美国政府就只愿意帮助摩根大通，也是一个谜。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国的政商之间的关系很复杂。

为什么摩根大通这么想得到贝尔斯登？分析人士认为，贝尔斯登对摩根大通最大的吸引力之一，是贝尔斯登为对冲基金客户提供的大宗经纪业务，这是摩根大通没有但同时又很想有的部分，现在机会难得，而且还价格“合理”——自己定的价格，没有对手还价，还能够不合理？

在2008年3月16日，摩根大通宣布以每股2美元的价码收购贝尔斯登时，美联储还同时批准了一个300亿美元的贷款担保，以促成摩根大通的收购。也就是说，摩根大通这时候是在“帮美国政府的忙”才收购贝尔斯登的，所以美国政府也出面给予摩根大通很优惠的政策支持。不仅如此，如果需要的话，美国政府还将增加贷款额度，而且，这个额度还是没有限额的。

按照《华尔街日报》的说法，这是美国历史上最大的联邦政府六个担保之一。看来，美国政府是下了大决心，来确保贝尔斯登不会倒闭。不过，在其后不久，美国政府的这种大手笔和“好心肠”，却没有出现在救助相对小一点的、同为投资银行的雷曼兄弟身上，这让不少人不可理解。

为了配合增加市场上的流动性目标，美联储还在当天将提供给一般银行贷款的贴现率从3.5%降到3.25%。

美联储为了救贝尔斯登，给摩根大通提供的如此优惠的扶持条件，在美国遭到了来自多方的批评。很多人以美国作为一个市场经济的资本主义国家，政府作为一个监护人，应该尽可能多地让市场力量来发挥它应有的作用为理由，反对政府用纳税人的钱来救助私人公司。当然，作为政府方面，在它决定出手救助时，自然已经想好了足够冠冕堂皇的理由。只是这种理由也有某种双重性：因为，在救助贝尔斯登时适用的理由，在不久之后雷曼请求政府出面时，同样为投资银行的雷曼，却无法得到，这是后话。

也有分析师在问，摩根大通自己是不是有能力救助贝尔斯登？如果没有，如果它只是从出面“帮助”政府角度来行事，那么，在自己实际上也陷入次贷危机很深的情况下，则是将美国政府深度套牢，迫使美国政府在摩根大通也需要救助时不得不出面。而且，通过政府出面，动用纳税人的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钱，低价收购对手，可以说是有百利而无一害，但得利的是私人企业而不是美国的纳税人。

对于华尔街来说，在摩根大通提出收购之后，不少人在事后解读这种收购"合理"的原因，也就是在假定收购是理性的情况下，来反推其"合理性"：摩根大通自己可能对次贷卷入不是很深，所以次贷危机对它应该没有太大的危害，故而，它就有足够的财力来消化贝尔斯登。不过，至少根据机构风险分析（IRA）公司所提供的研究资料，摩根大通自己实际上也有着非常庞大的衍生品方面的投资，充其量，摩根大通自己只能承受15个基点的下跌损失。虽然该公司也进行了适当的对冲来抵消风险，但是，毕竟自己的经营规模太大，能够使用的对冲手段依然有限。从事后的结果看，次贷危机带来的下跌影响，远不止15个基点。根据当时IRA的估算，摩根大通至少需要五倍于当时的资本，才可以化解它自己所面临的投资风险。

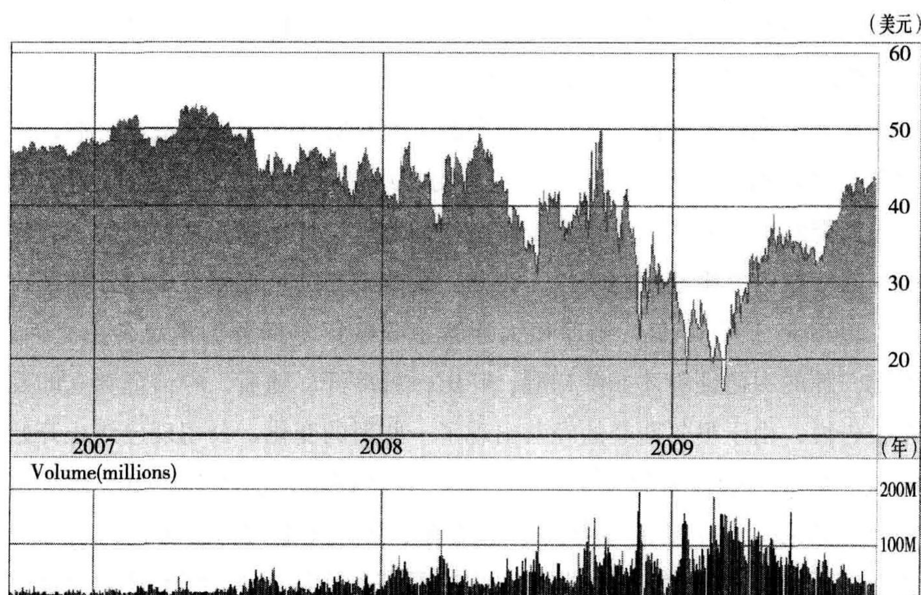


图2—4：摩根大通在次贷前后的股价变化图

（图片来源：纽约证券交易所）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果这个分析是正确的话（正确的可能性实际上很大），那么，摩根大通通过和政府的积极合作，来获得大量的资金，同时又把政府一步步地更深地套牢，来挽救自己的策略，就是一个非常明智的选择了。

在收购之后的相关新闻公告中，摩根大通的董事长兼CEO詹姆斯·戴蒙说：我们从这笔交易中受益的最重要一点，实际上并不是价格的低廉，而是保住了贝尔斯登的业务和它所拥有的大量难得的金融人才。许多人知道，这种公关性质的唱高调的话，是不可以太当真的。

图2—4是摩根大通在次贷危机前后的股价变化图。从这张图可以看出，在2008年7月中旬时股价跌到33美元左右，2008年9月底时上升到接近50美元一股。其后，就开始了一路大跌，伴随着整个金融股的大熊市，到2009年3月初时跌到5美元左右。其后，又在美国政府的不顾血本的对美国规模比较大的金融机构的救助下，和其他金融股一起开始了牛市反弹，到2009年9月初时，已经是45美元附近了。在2008年3月收购贝尔斯登之后，市场短期兴奋了一下，其后就是担心和大量抛盘。

顺便说一句，在贝尔斯登倒闭前夕，中国国内的中信证券，还几乎也成为送上人家砧上的肉。在贝尔斯登旗下两只对冲基金被迫清盘之后，贝尔斯登急切地到世界各地寻求投资者时，中信证券就在随后的11月，与贝尔斯登正式签署了一个全面战略合作的协议，计划以相互换股的方式进行。幸亏国内办事速度比较慢，否则，跟着破产的可能就有中信证券了。

2008年3月18日，当摩根大通紧急收购贝尔斯登的消息传出之后，大吃一惊的中信证券才如梦初醒，吓出一身冷汗。随后，中信证券立即发布公告说，由于贝尔斯登的经营出现了一些新的变化，公司现已终止开始时与它协商好的投资与业务合作计划，并且还停止了所有的相关协商事宜。在这之后，中信证券与贝尔斯登将不会在短期内再签署任何合作协议。鉴于自己并未就上述计划与贝尔斯登签署任何正式的协议[①]，也没有因此而支付任何价款，因此，公司不会承担与贝尔斯登相关的任何投资风

① 这里的说法有些矛盾。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险及损失。

第五节 贝尔斯登的领袖

贝尔斯登虽然没有百年的历史，但是在华尔街上，也可以算得上是一家经历过风雨的老字号了。特别是在投资银行这个相对而言还算比较“现代”的行业。贝尔斯登是在 1923 年作为一家证券经纪公司成立的企业，开始时的注册资本是 50 万美元。在那时候能够拿出 50 万美元，也应该不是一件容易的事，至少不是一般的老百姓能够做到的事情。这从一个角度说明，开始时的三位合伙人都是阔佬。不过不幸的是，公司开始营业不久，合伙人之间就因为这样那样的原因开始出现矛盾，继而就是内讧。虽然开局不利，但是，这家年轻的公司，还是凭借自己的智慧和勇气生存了下来。那时候，美国的金融市场一路牛市，这也给贝尔斯登比较宽松的生存环境和广阔的发展空间。

好景不长，1929 年开始的大萧条这场不期而至的暴风雨，让无数的金融公司顷刻之间破产倒闭。作为六岁“幼童”的贝尔斯登，在这场百年一遇的金融危机中不仅生存了下来，而且还做到了没有裁减一位员工的业绩。在那个年代，还能够继续保住每一位雇员的饭碗，对雇员的家庭和社会而言，都是一个很伟大的成就了。当时，贝尔斯登的领导者被无数的人视为英雄，贝尔斯登自己则被人们视为典范。

1933 年，公司为了开拓自己在企业债券交易领域的业务，在债券交易重镇芝加哥开设了自己的第一家分公司，由此开始了贝尔斯登打造自己在债券交易市场老大位置的旅程。当时，为了融资的需要，公司吸纳了一些新的合伙人。在这些新来者中，有一位年仅 24 岁的萨霖·刘易斯(Salim L.Lewis)，他被推荐为芝加哥分公司的掌门人。在一个竞争对手势力强大的地方开拓新市场，许多人会选择具有丰富经验的老将。而当时的贝尔斯登却选择一位看上去很嫩的“牙将”，对于不少人来说，这是一步很冒险的行动。不过，当时的贝尔斯登可不是这么想的，在它看来，正是



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为那里的竞争对手很强，所以才需要一个“初生牛犊”去和老虎对垒一场。老将的老练虽然是很重要的，但同时，面对强敌，老将还可能会怯场。让不少人吃惊的是，贝尔斯登的这一着，不仅在随后给公司带来了好运，而且还为后来公司在美国债券交易市场成为领军者打下了厚实的基础。

1908 年 10 月出生在美国马塞诸塞州的刘易斯，基于自己在芝加哥打下的业绩，在贝尔斯登内部平步青云。从 1949 年开始，他接手了贝尔斯登的公司帅印，这一干就是三十年，一直到他 1978 年 4 月去世前夕。他的父母是移民自东欧的犹太人。在美国高中毕业之后，刘易斯曾经在波士顿大学学习了三个学期，其后，由于负担不起学费而不得不辍学自谋生路。离开大学校园之后，他先是参加了波士顿的一支橄榄球队，当上了一名职业球员。很快，他发现自己在职业球员这个领域潜力有限。不久，在 1927 年 19 岁时，他就离开波士顿来到费城，在一家鞋店谋得了一个卖鞋子的普通销售员的工作。几年之后，在因为大萧条而遭受重挫的美国经济开始有些起色的时候，他加入了证券交易员的行业，居然还做得有声有色。不久之后，他又被贝尔斯登看中。

一个高中毕业生，一个没有任何背景的人，就凭借自己的刻苦好学和在公司所取得的业绩，五年之后，他就成为贝尔斯登公司的合伙人。到 1949 年时，刘易斯由于给公司带来了历史上“个人贡献份额最大”的利润，而成为公司的管理合伙人。刘易斯是一位很有才华的金融公司管理者。在他的领导下，贝尔斯登的业绩蒸蒸日上。1955 年，公司开始将业务拓展到美国之外，开设了第一家海外分公司。可能是得益于美国股市从 1949 年开始长达十几年的大牛市，刘易斯领导的贝尔斯登业绩一直不错。作为贝尔斯登的老总，他一直工作到 1978 年 4 月。那一年的 4 月 26 日，在公司员工给他举行的退休晚会上，不到 70 岁的刘易斯，在拆开一个装有一只名贵金表的礼盒时，因为突然中风而死亡。对于讲迷信的人来说，“送钟”一说似乎在这里得以成为现实。可以说，他是为贝尔斯登战斗到了人生的最后一刻。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们看到，大萧条和两次世界大战，曾经让无数的公司倒闭破产和消失，而贝尔斯登却以稳妥的经营风格而一次次死里逃生，安然无恙。截至2006年11月30日，贝尔斯登所拥有的总资产已经高达3,540亿美元。

在金融危机发生后，贝尔斯登的CEO和董事长詹姆斯·凯恩，被视为是制造次贷危机的第三号罪魁，同时也是将贝尔斯登逼到破产边缘的元凶之一。按照经营规模，贝尔斯登是美国第五大投资银行。如果就债券市场这个部分而言，贝尔斯登则是美国债券市场上最大的承销商，同时也是最大的金融衍生品的发行商。在美国，有很大一部分的债券包（CDO）和为债券安全提供保险的信用违约掉期（CDS），是通过贝尔斯登的手流向市场的。在由于华尔街对债券风险低估导致的金融危机中，作为主要经营债券的投资银行，贝尔斯登首先受到伤害。

贝尔斯登是一家创建于1923年的老牌企业，而它的这位在1934年2月出生的CEO，曾当过废铁废铜销售员的凯恩，很早以前就是一个桥牌迷。凯恩的辉煌起步于桥牌，他辉煌的终结也是由于自己对桥牌的过度痴迷。很早开始，凯恩就是一位专业水平很高的桥牌玩家，年轻时有一阵还全职以打牌谋生。一次偶然的机会，凯恩在牌桌上认识了来自贝尔斯登公司的艾伦·格林伯格（Alan Greenberg）。由于共同的喜好和个性的相容，格林伯格很快就喜欢上了这位聪明的小伙子。一来二去，1969年时，格林伯格雇用了凯恩，让他当上了一名贝尔斯登的股票经纪人。让格林伯格没有想到的是，凯恩还真的是一个人才，在贝尔斯登的几年，他不仅业绩不错，为公司带来不少的收入，而且，还一再表现出自己的管理才能。部分由于他是格林伯格的哥们儿，部分也因为自己的管理能力，在贝尔斯登的凯恩很快就开始平步青云，沿着公司的台阶一步步上升。到1985年，凯恩凭借业绩和人脉关系，已经被提拔为贝尔斯登的总裁。八年之后的1993年，凯恩又被提拔为公司的CEO，再八年之后，凯恩又接管了公司董事长的职位。看来，凯恩的命运与“八”字还是关系颇为密切的。

1927年出生的格林伯格，从1949年22岁开始，就在贝尔斯登公司工作，从一名普通的职员开始做起。他自己的个人经历，让他喜欢上了像

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯恩这样的特殊人才。自己是靠实干一步步成功爬上投资银行最高位的，实干中所体现出来的能力和才干，比名校的学位证书管用得多。从 1978 年到 1993 年期间，格林伯格担任贝尔斯登的 CEO，在这期间，他一再重用自己的牌友凯恩。凯恩给格林伯格带来的“公私兼顾”的价值，使格林伯格能够“慧眼识珠”，一再给凯恩在贝尔斯登平步青云的运气。

美国公司政治中的这一重要特点，让不少不明门道的人大叹自己运气不佳，空怀一身本领。在这个世界上，情况就是这样，对于一家企业和机构的领导者，作为自己助手和副手的高层人物，实际上不可能是机构里面能力最出众的杰出英才。再说，什么叫做能力出众，什么人又可以被认定为英才？能够做事情的人，对于投资银行而言当然很重要，但是，对于公司的 CEO 个人而言，最重要的还是能够给自己带来最大个人价值的“人才”，凯恩当时就是能够给格林伯格带来最大的个人价值的人才。

凯恩喜欢抽雪茄，是一个能思考和善于思考的人。桥牌打到他那个水平的人，没有几个人是不善于琢磨数字并且思考缜密的。他的桥牌属于世界级的专业水平，曾经获得过多次美国国内的冠军，并且还代表美国多次参加国际比赛并获奖。著名投资家巴菲特也很喜欢打桥牌，只是他没有机会像凯恩那样着迷桥牌了。桥牌大概是巴菲特除了读那些没完没了、枯燥乏味的公司报表之外唯一的兴趣了。不过，至少从结果看，巴菲特还是比较能够控制自己玩的欲望，知道什么叫做轻重缓急。而这位凯恩先生却似乎不是这样。在很多关键时刻，在公司出现紧急情况时，在贝尔斯登公司却看不到他的身影。

对于他的这种管理风格，夸奖他的人说他能够放手，从管理理论来说，能够给予下属足够的管理自由，也是一个很重要并且有时候还是一个很成功的管理方法。因为，一个有良好管理的公司，应该是让系统来处理问题，而不是一个人来亲自处理所有的问题。而对他不满的人则可能会说，每年从公司获得天文数字薪水和奖金的这位 CEO，却可以对公司的事务不怎么过问，那么付出这么高价码的正义性和合理性又是怎么体现出来的呢？



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一则来自《华尔街日报》的报道说：凯恩在贝尔斯登因事必躬亲而闻名，尽管年事已高，他也没有表示过要退休的打算。对于这条消息，不同的人有不同的解读。至少你可以从这么一个角度来解读：在他老先生在公司的时候，他“需要”多问一些，不然的话，他都不知道公司到底发生了什么事情。毕竟自己的主要精力放在玩桥牌上了。而在不怎么能看到他的下属眼中，时不时问一问，当然就是很“事必躬亲”了。不过，他没有退休的打算，倒是真实的。他很喜欢他在贝尔斯登的工作，薪水很高，又没必要花很多时间来打点，由此而有大量的时间来玩桥牌。作为一个桥牌迷，世界上可能没有一个人能比凯恩幸运的了。

在美国，很多公司的扩展是靠大量的兼并来进行的。而凯恩所领导的贝尔斯登却不同，他执著于在自己已有业务领域的开拓和发展，而且，还一再基于对风险的严格控制，使自己在一次次的危机中安然渡过，并且借机成长壮大，使自己的公司赢得了“以风险控制严格而著称的优秀投行”的地位。严格和稳重经营，是凯恩在长期打牌玩牌中形成的个性。

玩过桥牌的人都知道，每一副牌，不管你手里的大牌点有多少，也不管你的牌型分配如何，你的业绩是由你相对于所有玩同样一副牌的玩家的相对成绩来决定的。而且，即使在一副牌里你比所有对手玩得都好，那也并不意味着你就会成为赢家。你的成绩最后是由 8 副或者 16 副牌的总体结果来决定的。

这样一来就有一个问题：如果你冒险太多，有时候你运气好一些，但是，你的总体成绩可能不理想。如果你太保守，你又可能是一个必然的输家。把握风险的分寸是一个很艺术性的问题。稳妥和安全是第一要义，但又不是唯一的要义。你必须冒一定的风险，但又得有一个限度，这就是艺术。对于一家投资银行的经营也是同样一个道理。

对于自己的经营能力，对于贝尔斯登的未来，凯恩充满信心。他将自己个人财富的 90% 以上，投资到自己公司的股票和股权上。那些财富，也是公司对于他几十年来兢兢业业工作的回报。贝尔斯登在 1985 年公开上市，其后股价持续上涨，公司也多次分股。如果按照 2008 年时的股份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总数来计算，也就是考虑调整分拆的影响，那么，刚刚上市时的股价是每股 1.70 美元。22 年后，到 2007 年最高时，贝尔斯登的股价曾经达到每股 142 美元。成长了 83 倍，相当于年平均增长 22% 有余，而这还没有计算公司的红利派发。这个业绩让不少的投资者发了财，也让自己的财富增长不少。

凯恩自己，由于持有公司的大量股票，在最高时价值曾经超过 10 亿美元，成为华尔街非创始人持股价值超过 10 亿美元的第一人。凯恩的财富积累，部分来自公司上市前他所持有的股份，主要的，还是后来逐年从公司获得的股权和股份奖励累积。

基于贝尔斯登公司的报告，凯恩在公司所拥有的股份价值，有一半以上来自于 1985 年公司公开上市前的持股，也就是他因为各种原因所获得的低价原始股。在公司上市之后，凯恩不仅很少售出自己的持股，而且，还通过股权和股份奖励累积购买了更多的公司股份。由于几十年来贝尔斯登优良的业绩，凯恩自己也由此而积累了大量的股份，获得了巨大的账面财富。

在 2008 年 3 月，时任贝尔斯登的首席执行官和董事局主席艾伦·施瓦茨，对外紧急宣布流动性严重恶化，公司接近破产需要外援之后，贝尔斯登被迫低价出卖给摩根大通时，凯恩才开始后悔，如果自己在那段时期多关注点公司的经营进展，可能就会少亏不少钱。施瓦茨是在贝尔斯登已经很危急，凯恩被迫出局之后接任公司最高职位的。自己因为公司经营不善而被迫出局，这时候，很多人选择卖掉自己的持股，“远走高飞”，但是，凯恩没有这样做。他还是按兵不动，而且，还花了更多的时间来玩牌。

对于摩根大通银行给出的价码，贝尔斯登的管理层接受了。这也是一个很奇怪的现象，对此，公司的股东异常气愤，市场也觉得很不公平。面对区区 2 美元的出价，市场竟然将贝尔斯登的股价抬到 6 美元一股，看来，作为一个比较有效率的市场，那里的投资者在赌，贝尔斯登的价值远不止区区 2.36 亿美元。这是一个很反常的，很少出现的现象。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其后的谈判，贝尔斯登股东的代表，成功说服摩根大通将买价提高到每股 10 美元，从而市值认定为 12 亿美元。也就是说，每股贝尔斯登的股票可以换得 0.27195 股的摩根大通银行的股票。这个价码，在摩根大通的股价跌到 15 美元时，贝尔斯登股票每股只值 4 美元。而凯恩自己则在这个结果出来之前，以每股 10.82 美元的价格，全部卖出了他手上的 561 万股股票，获得了 6,100 万美元的现金。他在最关键的时刻，自己逃跑了，留下了他那些和他一样，将自己的财产性命压在公司股价上的雇员。凯恩的这种做法，让贝尔斯登内部的不少员工非常气愤。

作为投资银行，贝尔斯登和其他同行一样，不仅为他人执行交易获得手续费，而且，自己也用自有资金进行频繁的大量交易。采用高倍数的金融杠杆，投资了大量的在当时看来风险很低的债券，从而导致了贝尔斯登败落。截至 2007 年 11 月 30 日，贝尔斯登持有的金融衍生工具的面值为 13.4 万亿美元，其中 1.85 万亿美元是上市的期货和股权合约[①]。此外，在 2007 财政年度截止时，公司还持有 280 亿美元的“第三级”资产。所谓“第三级”资产，就是其价值很难通过市场的供求关系来反映的资产。这种资产的价值，由于流动性非常有限，只能通过某种人为的理论假设来计算：通过某种理论价值评估公式，基于一些不能够直接观察获得的参数来估计获得。很显然，通过这种方式获得的价值评估结果的可靠性很差，特别是在市场波动很大的特殊时刻。

对于贝尔斯登手上持有的“第三级”资产的数量，不同的地方数字有些差别。表 2—2 是一家美国公司在 2007 年 11 月底发表的报告中列出的美国几家大银行和投资银行在那时截止所持有的“第三级”资产的规模和占公司总资产的比重。从那里我们能够看到，在所列出的六家金融公司里，除了美林的持有数额相对于自有资本比较低（38%）外，其他公司都比较高，都在自有资本的数额之上。

① listed futures and option contracts.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2—2：第三级资产占有比重

（2007 年 11 月 26 日，单位：十亿美元）

公司名称	总值（E）	资本额（C）	E/C 之比
美林证券	16	44	38%
贝尔斯登	20	13	154%
雷曼兄弟	35	22	159%
高盛集团	72	39	185%
摩根斯坦利	88	35	251%
花旗银行	135	128	105%
合计	366	281	131%

（资料来源：Alan M. Newman：Crosscurrents）

从事后的影响来看，第三级资产确实是对贝尔斯登和雷曼产生了很大的不良影响。如果贝尔斯登手上没有为数众多的第三级资产，它可能就不会不得不面对那么大的流动性不足的压力，可能日子会好过一些。长期投资的东西，你喜欢人家不一定也喜欢，你觉得有价值的，人家可能觉得没有太大的价值。这也是为什么它在市场上难以交易的原因之一，当然还有很多其他的因素在起作用。

不过，单从第三级资产的比例，还不能够完全说明一家公司所面临的风险大小。高盛虽然持有高达自有资产 1.85 倍的第三级资产，高于贝尔斯登和雷曼，但是，到 2009 年 9 月时，高盛还成为美国投资银行里面最受投资者热捧的公司，股价也因此而上升快速。而贝尔斯登和雷曼则要么成为他人的“藏品”，要么已经死亡。

金融机构投资这类流动性极差的金融资产的动机，无非是长期投资，或者直接持有到期。由于动机是这样的，在正常经营的情况下，公司是不需要担心那些资产的实际价值的。不过，也有一个很大的问题：由于金融机构每年的绩优奖规模很大，对于“价位”比较高的管理层雇员，其奖金数额远高于自己的固定薪水，而奖金又是由公司的盈利能力来决定的。在公司账面持有大量的无法准确计算价值的第三级资产的情况下，公司管理



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

层就有弄虚作假谋求私利的广阔空间。

前面已经说过，高倍数的金融杠杆作用，是让贝尔斯登最后败落的重要原因。当时，公司账户上所拥有的证券净值[①]是 111 亿美元，可是却投资了价值 3,950 亿美元的证券资产，杠杆放大的比例为 35.5 比 1。也就是说，它利用自己拥有的 1 块钱的资金，投资了价值 35.5 块钱的金融资产。在这里，公司账户上的总债券价值是 3,950 亿美元，其中有 3,950–111=3,839 亿美元是借用他人的资金购得的证券。如果公司所投资证券的价值下跌 5% 的价值，它所持有的债券部分的亏损将是 197.5 亿美元。这时候，公司账户上就已经出现 86.5 亿美元的负资产了。

作为投资银行，它敢采用如此高倍数的金融杠杆投资，其前提假设是，它所投资的资产在对冲之后，整体下跌哪怕是 5% 的可能性都非常之小。后来的接近破产，问题就出现在这个小概率事件成为了必然事件。

一贯经营保守的贝尔斯登，为什么这次如此疯狂，如此没有理性，不少人在搜寻问题的答案。实际上说到底，还是贪婪心和过度的自负造成的结果。贪婪之心人皆有之，至少是大多数人都有，这本身并不奇怪。但是，人首先是理性的，是理性的人在控制着有贪婪心的人。作为有着大量精深专业人员的贝尔斯登公司，敢采用如此之高的杠杆，原因在于，它自己觉得里面的风险很小，是自己所能够控制的。不幸的是，结果远远超过自己的预期。这次金融危机的问题，就是大量的一流金融公司都犯了和贝尔斯登同样的错误，并且得到了同样的巨额投资亏损。

面对如此之高的杠杆放大，外加大量的流动性很差的那些“第三级”资产，贝尔斯登的投资者被吓怕了，他们不想和公司一起分担这些没有理性的风险。结果，大量的投资资金外逃，形成类似于银行的“挤兑”。最后，这种挤兑又造成公司的流动性资金短缺，不得不求助于政府的救助。

2007 年夏天时，由于美国房地产市场持续降温，公司所管理的那两

① Net Equity Position：账户总债券价值扣除通过杠杆原理所借资金后的净值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个债券对冲基金又因故而出现麻烦，这两个基金主要投资在那些流动性很差的 CDO 上，也就是今天我们所说的次贷债券所组成的债券包上。作为自己公司管理的基金，公司注入的初始资本金为 3,500 万美元。公司的领导层考虑到自己的声誉问题，决定借钱来救赎这两个基金。开始时，公司用自己的公司资产做抵押，向人借了 32 亿美元注入其中一个基金。同时又继续和其他的银行协商，期望能够借到足够的资金来救赎第二个基金。这个 32 亿美元的注资数额，在历史上仅次于当年为救助对冲基金长期资本管理公司所提供的 37 亿美元。

在提出要注资 32 亿美元的时候，贝尔斯登的股价还高达 144 美元。从股价的角度看，华尔街还没有注意到，贝尔斯登是在自掘坟墓。这两个对冲基金所持有的大量次贷债券，在后来的拍卖中价值大幅缩水。这两个对冲基金最后是以倒闭破产结束，因为它们账户上的资产已经是一文不值了。贝尔斯登决定注入的 32 亿美元救助资金又由于美国政府的干预，而被派做他用。基金的股东后来非常愤慨，启动了很多法律程序来起诉公司。

在 2007 财年第四季度，贝尔斯登在自己的财务状况急剧恶化的情况下，还试图寻找合作机构来帮助它渡过难关。当年 11 月，贝尔斯登宣布，拟与中国的中信证券交叉持股，并整合双方在亚洲的业务。那时候任何卷入的投资者，最后都基本上是血本无归，损失惨重。

贝尔斯登除了自营债券业务，作为优先级证券交易商，它还承担着结算银行的业务。从2006年公司的收入来源看，资本市场的操作部分[①]是大头，占到 80%。它的资产管理部分占到 10%。此外，贝尔斯登还有 12% 的营收来自结算银行业务。公司很看重自己的声誉，就是因为，良好的声誉对这后一部分的继续经营影响非常大。

危机发生之后，很多客户开始怀疑贝尔斯登的财务实力，为了自己资金的安全，人们纷纷开始从贝尔斯登撤资，由于公司拥有太多的很难流通

① Capital markets，包括 equities, fixed income, investment banking。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低`10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的次贷债券，公司的运营资金就此很快出现了严重的短缺。到 2008 年 3 月 10 日开始的那个星期，公司的财务状况继续恶化。华尔街已经开始出现传言，说一些大型投资银行和对冲基金，已经停止和贝尔斯登进行相关的证券交易业务了。其后几天，挤兑和融资困难，导致公司手上的 170 亿美元现金被迅速挤干。可以说，如果不是挤兑问题的突然出现，公司也不至于倒得那么快。贝尔斯登的财务危机来得太突然，成为后来美国政府方面解释为什么救助贝尔斯登却没有救助雷曼兄弟公司的一个重要原因之一。

在没有其他金融机构愿意提供融资帮助之后，唯一可能的援手只有美国政府了。在接到求救请求之后，美国财长保尔森和美联储主席伯南克，还有纽约联邦储备银行行长盖特纳，多次协商讨论贝尔斯登的处境和可能的选择。

政府方面说，鉴于贝尔斯登管理着大量的客户资产，同时还在为大批中小型市场交易商提供担保和清算业务，如果该公司因为流动性枯竭而倒闭，美国的债券市场将会受到严重冲击，那些交易商也将会因为无法清算而难以正常运行，而这又会影响到市场的正常交易。问题是，贝尔斯登不是商业银行，按照美国法律，它是没有资格从美联储的贴现窗口直接获取资金的。为了绕过这个法律问题，美联储让纽约美联储分行出面担保，通过摩根大通银行，向贝尔斯登提供应急所需要的资金。这是自 1929 年大萧条以来，美联储第一次向非商业银行提供应急资金。从这里，你也能够看到问题的严重程度，同时也能够看出，美国政府是如何优待这个贝尔斯登的。这也是为什么，在后来雷曼公司倒闭时，那么多人觉得不公平的原因之一。

虽然获得了救急资金，显然还不足以真正救活公司，贝尔斯登深知这点。救助只是给了它一个暂时存活和喘息的机会。在获得了这个难得的、短暂的喘息机会之后，公司就开始了下一步快速卖掉自己的行动。它和好几家公司谈过这个问题，也有好几家公司有兴趣购买该公司，但是，最后同意公司以每股 2 美元的极低价格，卖给摩根大通银行。这笔收购协议的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达成，前后不到 3 天时间，这笔以闪电般的速度达成的交易，其背后的猫腻和奥秘，一直是人们想知道的。

贝尔斯登事件，给华尔街带来了一场地震，次贷危机的影响和深度，让不少投资者担心自己投资的安全问题。为了稳住人心，防止类似的问题蔓延开来，3 月 16 日，保尔森出面，在电视中表示，政府会尽全力保护金融系统的完整性和稳定性。同时，美联储还在 17 日美国股市开市之前，做出了一系列增加流动性的决定，其中包括降低贴现率、向投资银行开启贴现窗口等。

摩根大通在 2008 年 5 月，以每股约 10 美元的价格，正式完成了对贝尔斯登的收购，而贝尔斯登股价在 2007 年 1 月曾高达 170 美元，相当于公司的市值曾经高达 202 亿美元。公司在全球的员工约 14,000 多名，由于历来鼓励员工持股，公司内部职工的持股量达到公司总股本的三分之一，股价的大跌使自己的员工遭受了巨大的经济损失。很多员工是既丢了工作，又丢了存款，日子立马变得异常艰难。

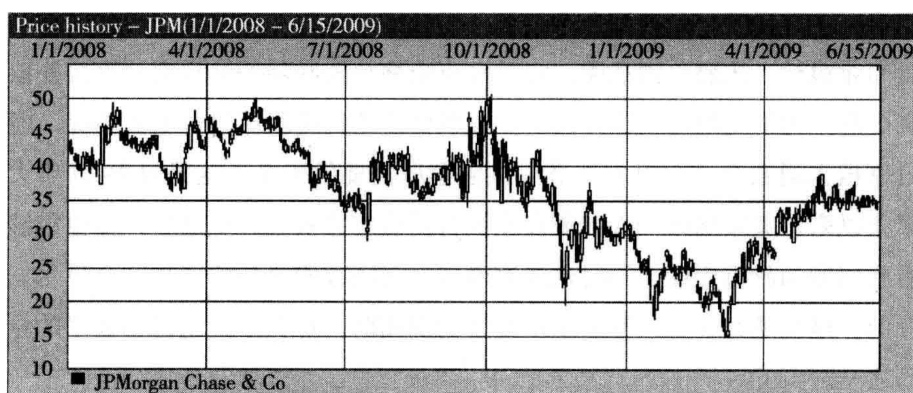


图 2—5：摩根大通收购贝尔斯登之后自己的股价变化图

（资料来源：MSN.COM）

公司员工的持股按照最高时计算，大约在 70 亿美元，而这 70 亿美元在以每股 2 美元打算卖给摩根大通银行时，只值 8,000 万美元。在每股 10



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元实际价格出售时，有 4 亿美元的价值。而且，那个价值还是以当时摩根大通银行的股价来计算的。到后来摩根大通银行的股价到 15 美元时，这个价值又缩水到 1.6 亿美元。①

员工的持股价值损失高达 68.4 亿美元，按照 14,000 名员工来计算，相当于平均每人损失 49 万美元。贝尔斯登最大的员工股东，那位 74 岁的前董事长凯恩先生，曾经在谈到自己的感受时说：我们处于飓风之中，没有愤怒，只有悔恨。14,000 个家庭因此受到影响，我感到歉意。我感到巨大的痛苦，整个管理层都感到巨大的痛苦。

安然公司当年的教训，并没有唤醒贝尔斯登的员工：在金融投资上，没有一家公司是绝对靠得住的。你能够相信和依靠的，最终还是只有你自己。

作为危急时刻的公司董事局主席的凯恩在危机前后的表现，让人们非常不解。在公司最大的对冲基金崩盘时的 2007 年 7 月，他离开了纽约的公司本部，去参加了一个桥牌联赛。那是公司出现危机的先兆，他作为公司的领袖，应该身处一线。

2008 年 3 月，在公司面临破产的时刻，他正在底特律参加一个桥牌比赛。那时候，他在公司的持股价值，已经从 10 亿美元以上跌到 2 亿美元，他自己似乎是没有反应，这也连累了持有公司大量股票和期权的公司员工。其后几天，在公司同意以每股 2 美元卖给对手时，公司的总市值为区区 2.36 亿美元。按照这个价格，他个人的持股价值不到 1,500 万美元。对此，不少人在问，这位桥牌高手在管理企业和金融投资领域，到底有着怎么样的智商？

2008 年 3 月 27 日，在宣布他已经以平均每股 10.82 美元卖出了自己的所有持股之后不久，公司和摩根大通达成了每股 10 美元的卖出合同。他再次成为人们指责的对象。这时候，就在公司为了获得继续生存的机会而被迫出卖自己的时刻，他也还在外地参加桥牌比赛。

① 贝尔斯登的股价在被收购前几日大幅波动：3 月 12 日的收市价为 61.58 美元，3 月 17 日跌至收市价 4.81 美元，当日最低价曾抵达 2.84 美元，非常接近当时摩根大通提出的初步收购价 2 美元。不过，从市场价格反应来看，人们认为 2 美元是太低了一点。其后，市场不顾 2 美元收购的“事实”，继续推高股价，3 月 18 日收报 5.91 美元。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三章
兵贵胜，不贵久
——风声鹤唳

贝尔斯登的出局，实际上已经说明次贷危机的开始。不过，金融市场似乎并不这么认为。在贝尔斯登事件之后，美国股市虽然是几起几伏，但毕竟还是在高位徘徊。其后的演变，让很多在投资者不得不回过头来，再好好思索一下，前面已经发生的事件的真正意义和对金融市场的长远影响。只不过，这种思索，是在经历了很多很长时间的痛苦挣扎之后。

在军事对垒中，充分的战前准备是成功的保证。同时，如果战争持续时间超过了预期，可行的应对方案的存在，则是保证最后胜利的关键。“背水一战”是在没有办法时才能使用的手段。再者，军事作战还特别强调自己财力的承受能力。在金融战中，战斗开始前最重要的事情就是对最坏情形的估计，也就是风险的控制。在风险已经很明显的情况下，还自我欣赏自己与众不同的“高明”手段，最后的结果就是惨败。

孙子说过：“凡用兵之法，驰车千驷，革车千乘，带甲十万，千里馈粮。则内外之费，宾客之用，胶漆之材，车甲之奉，日费千金，然后十万之师举矣。其用战也，胜久则钝兵挫锐，攻城则力屈，久暴师则国用不



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足。夫钝兵挫锐，屈力殚货，则诸侯乘其弊而起，虽有智者，不能善其后矣。故兵闻拙速，未睹巧之久也。夫兵久而国利者，未之有也。故不尽知用兵之害者，则不能尽知用兵之利也。”“善用兵者，役不再籍，粮不三载，取用于国，因粮于敌，故军食可足也。国之贫于师者远输，远输则百姓贫；近师者贵卖，贵卖则百姓财竭，财竭则急于丘役。力屈中原内虚于家，百姓之费，十去其七；公家之费，破军罢马，甲胄矢弩，戟楯矛橹，丘牛大车，十去其六。故智将务食于敌，食敌一钟，当吾二十钟；萁秆一石，当吾二十石。故杀敌者，怒也；取敌之利者，货也。车战，得车十乘以上，赏其先得者，而更其旌旗。车杂而乘之，卒善而养之，是谓胜敌而益强。故兵贵胜，不贵久。故知兵之将，民之司命。国家安危之主也。”

在这里，孙子所谈论的就是后勤保障和作战本身可持续时间的有限性，不可以长期打疲劳战和消耗战。这种最基本的哲理，在这次金融危机中却被大家忽略了。

在美国引发的这场金融危机中，首先是次贷的膨胀让民众耗尽了“国力”，在这种耗尽之后，金融界还在那里贪婪地继续鼓励人们玩次贷游戏，并且通过互相算计来锁定自己的风险。结果是，大家的风险锁定最后都成为不可靠的幻想。原因在于，那种锁定所基于的基础已经不存在了。

第一节　对冲基金再显淫威

2007 年 8 月 6 日，全球股市再度大跌，这已经是第三次由于美国次贷问题而发生大幅下跌。从这时候开始，西方各国已经意识到问题的严重性了。在其后的 8 月 6 日至 11 日，欧洲中央银行、日本银行、澳大利亚储备银行、美国联邦储备局、加拿大中央银行等都先后宣布，将为自己在美国次贷债券投资业务方面增加准备金，金额分别为 1,158 亿欧元、1 兆日元、49.5 亿澳元、590 亿美元以及 31.5 亿加元。

从当时各个国家金融机构的反应来看，到了这个时候，大家不仅开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意识到问题已经比较严重了，而且还是危在旦夕、迫在眉睫。金融战场上战局的变化，已经迫使自己不得不动用后备队作战了。前线的伤亡已经太重，无力继续独立防守下去。这种感觉无异于一磅磅重型炸弹的突然爆炸。在此影响下，8 月 10 日、8 月 15 日，全球股市第四度、第五度因美国次贷问题而暴跌。

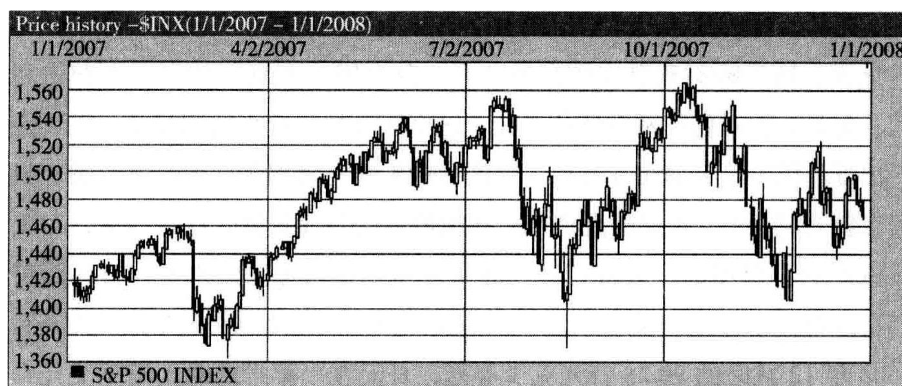


图 3—1：美国标准普尔 500 指数 2007 年的变化图

（资料来源：MSN.COM）

次贷危机发生在美国，美国经济将因此而遭受损失。而美国经济的衰退，又必然会导致美元对其他一些主要货币的贬值。基于这种预期，人们看到，日元将因此而对美元升值。事实也是，美元兑日元汇率在 2007 年 6 月达到每美元对 123.48 日元之后，就开始一路下行：日元开始升值，美元对日元贬值。

在这之前的一年多时间里，日元兑美元基本上是在稳定中的小幅贬值（表 3—1）。人们预期，这种趋势将从此开始发生转变。在这种汇率预期的环境下，对冲基金又开始老虎发威。很多投机者就大量借出利息率比较低的日元，然后转手用这些获得的日元来投资美元资产，以获得一个有利的差价。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3—1：1 美元兑日元汇率

年\月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
2006	117.18	116.35	117.47	114.32	111.85	114.66	114.47	117.23	118.05	117.74	116.12	118.92
2007	121.34	118.59	118.05	119.41	121.63	123.48	118.99	116.24	115.27	114.78	110.29	113.12
2008	106.63	104.34	99.37	104.05	105.46	105.33	108.13	108.80	104.76	97.01	95.31	90.28
2009	89.51	97.87	98.31	97.67	96.45							

在日元对美元的汇率稳定的极端情形，人们只要能够借到利息率较低的日元，转手购买利息率较高的美元，就会因为利息差的存在而获得利润。但是，面对将不断升值的日元，这个存在的比较小的利息差，很可能无法抵消因为日元对美元升值，而产生的汇率兑换损失。于是乎，很多投资者就开始拆仓：卖掉美元资产，还清所借的日元贷款。这样一来，对美元资产的卖出增加，对日元资产的买入需求也增加。结果是，日元对美元在这种需求作用下继续升值。从 2007 年 6 月的 123.48 日元兑 1 美元到 2008 年 12 月时的 90.28 日元兑 1 美元，日元在一年半的时间里兑美元升值接近 37%。到 2009 年 9 月时，汇率水平也还在 91 左右徘徊。



图 3—2：1 美元兑日元汇率变化图

美国出现的次贷危机加重的噩耗，投机者对日元拆仓的消息，和对冲基金的共同使劲用力，最终使美国股市继续大跌。在美国股市这个龙头的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

带动下，全球其他金融市场的投资者也恐慌起来，大家选择抛售持股，落袋为安。8 月 16 日，是全球金融市场第六度因美国次贷问题而全线受挫的日子，亚洲的股市也跟着下滑。韩国综合股价指数单日下跌高达 8.8%。香港恒生指数在当日一度下跌 940 点，跌至 5 个月以来的最低点。该指数从 7 月的历史最高点，在区区一个月的时间内，就跌去了大约 3,000 点，相当于下跌了 12%。

8 月 17 日，金融市场再次出现恐慌性抛售。亚洲股市也再次全线下跌，其中恒生指数在中午一度下跌了 1,285 点，但收市前又出现快速反弹，在最后一小时内就反弹了 1,000 点左右，收市时股指最终只是下跌了 285 点。一天之内的如此巨幅波动，说明投资者已经非常恐慌了，投机心理已经在这时候占据了主导地位。日经平均指数亦大跌 874 点，成为七年以来的最大单日跌幅。

也是在这一天，美国联邦储备委员会做出决定，在美国股市开市前紧急宣布，调降贴现率 0.5%至 5.75%。这个好消息一出，令欧美股市本能性反弹。从这时候开始，至少美联储已经意识到次贷危机所带来问题的严重性和紧迫性了，开始使用货币手段来刺激经济，防止美国经济的继续下滑。

有趣的是，股市的这种下跌在当时还只是暂时的。从图 3—3 看，短期内似乎很可怕，但从 9 月份开始就又大幅反弹，说明当时人们并没有将它太当一回事。那时候的美国股市指数的价格，也还是处于一个大山的山峰之上。

这至少说明，当时的市场还是处于一种比较乐观的心态之下：预期美联储将继续通过下调利率等货币政策来刺激美国经济，况且利率还在 5.75% 的高位，能够下调的空间还很大。再者，当时中国为了举办自己的第一场奥运会，投入巨额资金，其结果应该是不仅仅对中国经济的促进作用，对世界经济的繁荣也应该是有着积极的意义。就是由于这样的信心和预期，结果是大意失荆州。事后看来，一向行事谨慎的美联储，那么急火火地沉不住气，应该不可能是一个短期的问题，也不应该是几个降息就能够解决的问题。如果从这个角度来思考，作为投资者，在这时候就应该开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始格外的保守才是。

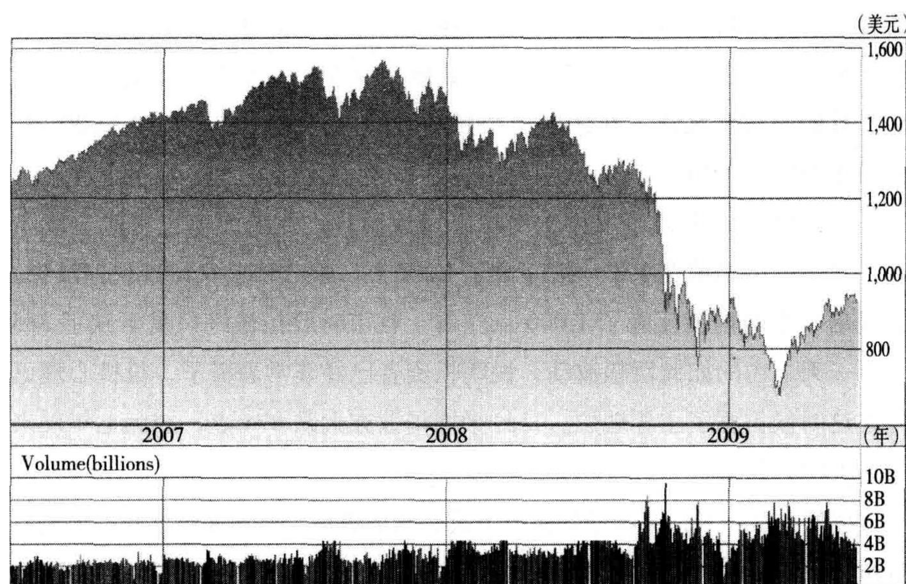


图 3—3：美国标准普尔 500 指数变化图

（图片来源：纽约证券交易所）

8 月 31 日，美国总统小布什，第一次就如何应对次贷危机，提出了自己的解救方案。同一天，美国一家主要的次贷公司，美利凯斯特抵押(Ameriquest Mortgage)，在经历了巨大的投资损失之后，也停止了自己的次贷业务，并将它的批发及服务业务卖给了花旗集团。而这笔收购，又成为花旗后来的重负之一。有人统计说，在 2004 年全美高达 5,870 亿美元的次贷市场上，有 500 余亿美元来自这家公司。

第二节　花旗的兼并

战乱时期，是收编对手的最好时机，如果你还有能力这样做的话。眼睁睁看着摩根大通到处收购，攻城略地，在同一个等级的花旗银行，当然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是心里痒痒的，也忍不住想趁机捡点便宜货。在这种心理作用下，2007年8月31日，花旗完成了它对美利凯斯特抵押房贷公司的收购。从表面看来，当时的花旗和摩根大通似乎是在做一样的事情，但从后来的结果看，差别实际上很大。至于为什么，我们一步步来分析看看。

首先，初步比较一下在其后两年时间里，花旗银行和摩根大通银行的业绩和股价变化的差别，颇有意思。2009年9月15日时，花旗银行的股价在4.3美元，市值为486亿美元，而在2007年8月时，股价在48美元附近。从那一年10月中旬开始下滑，到2009年3月时最低跌到97美分的水平。图3—4是花旗银行几年的股价变化图。两年零一个多月的时间，花旗的股价下跌了90%有余。花旗自己则挣扎在死亡线上，靠着美国政府的输血来维持自己微弱的生命。是一个应该破产，但由于规模太大，而美国政府不敢让它破产的那种金融公司之一。花旗之所以能够得以生存下来，得益的是它庞大的规模，而不是它的经营业绩。

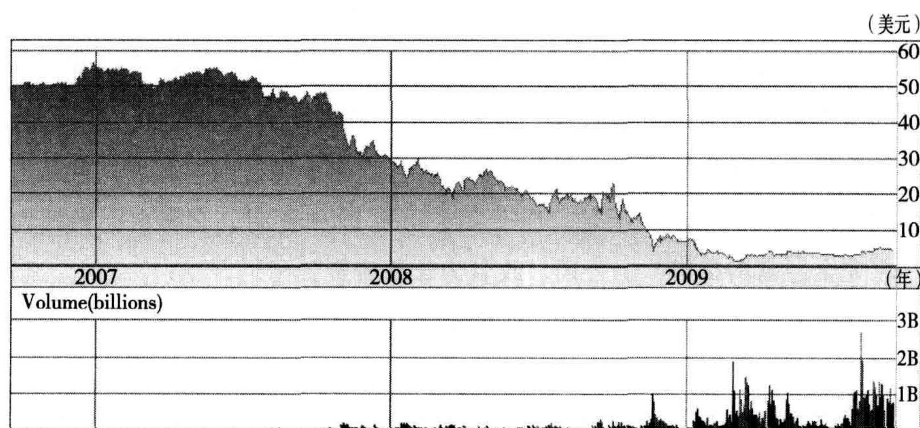


图3—4：花旗银行在次贷危机前后的股价变化图

（图片来源：纽约证券交易所）

再看看摩根大通。它在2009年9月15日时的股价在44美元附近，市值1,720亿美元左右，是花旗的三倍。这个市值基本上接近于2007年8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月份时的水平，在那时候，花旗的市值应该在5,400亿美元左右才对，这已经是1,720的三倍有余。也就是说，在2007年8月时，花旗的市值是摩根大通的三倍多，而在两年之后的2009年9月，摩根大通却是花旗市值的三倍多。

花旗的问题，除了自己冒险投资的失误外，就是收购对象的不合时宜。它没有能够像摩根大通那样，得到真正的物美价廉的资产。在2007年8月收购的美利凯斯特抵押，在随后也很快成为花旗银行的包袱。

1979年成立的美利凯斯特抵押房贷公司，是美国一家经营规模很大的房贷公司，在花旗银行决定收购它之前，该公司的主要业务是经营“批发房贷”。刚成立时，它还只是一家设在加州的很不起眼的普通小银行：长岛储蓄与贷款银行（Long Beach Savings & Loan）。在美国，有不少类似的小银行存在，那是因为成立一家银行的门槛并不高。不过，很多这类的银行，最后是在不死不活地过几年之后就关门大吉。在每一次金融危机中，美国银行的破产和被兼并的数量都很大，这也与存在的银行太多有关。

不过，这家开始时不起眼的小银行却是一个异类，它充分利用了当时的机会来壮大自己。1991年，该银行将总部搬到加州的橘郡。在美国，银行业是一个成熟的行业，竞争比较激烈。这家小银行很快发现，自己生存的空间实际上很小。于是，在三年之后的1994年时，它将自己转换为一家完全经营房贷借款的公司，改名为长岛房贷公司。

改换名称之后的这家公司，它的业务主要由两个部分组成：批发房贷和零售房贷。

所谓零售房贷，就是传统意义上的房贷：公司接纳房贷申请者的申请，对于其中合格的申请者，给予房贷抵押借款。而所谓批发房贷业务，则是公司为那些提供房贷的中介公司提供融资，然后，那些中介公司再去寻找房贷借款者，并决定应该给什么样的申请者发放贷款。这一部分，最后成为次贷危机形成的最重要推手之一。因为利益驱使，那些中介公司并没有积极地把控借贷者的信用等级，结果放出了很多信用等级很差的贷



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款。结果造成后来的高违约率。[①]

1997 年，长岛房贷公司的批发贷款部分被分拆上市，这就是后来的美利凯斯特抵押房贷公司。十年之后的 2007 年 8 月底，作为一家主要的次贷经营公司，美利凯斯特抵押房贷公司关门停止营业，成为次贷危机的又一牺牲品。作为公司的控股方，美国 ACC 资本控股公司当天宣布，该公司不仅正逐步停止抵押贷款零售业务，而且，从 8 月 1 日起，美利凯斯特抵押房贷公司实际上已经不再接受新的抵押贷款申请了。其后，花旗集团在同日宣布，同意收购 ACC 公司的批发抵押贷款相关业务和抵押贷款服务业务。

从 2007 年年初开始，在意识到自己已经成为美国次贷危机的牺牲品时，ACC 公司就和花旗集团达成了协议，借助于后者所提供的流动资金支持，来缓解自己所遭受的危机冲击。也是在那个时候，花旗银行趁机提出了：拥有购买 ACC 公司资产的权利，特别是购买作为 ACC 旗下的美利凯斯特抵押房贷公司资产的权利。借助于危机提供的机遇，来收购这家一度是美国最大的次级抵押贷款企业，花旗希望是个好主意。2007 年 8 月 31 日，花旗完成了对该公司的收购。事后看来，花旗并没有真正获得它自己所期望的结果。

美利凯斯特抵押房贷公司虽然存活期不长，却在其历史上面临很多来自不同方面的法律诉讼。1996 年，该公司被美国司法部指控，对老年、妇女和少数族裔采取歧视性的放贷政策，最后以支出了区区 300 万美元来了结官司。司法部门指控该公司对于这些人收取高达贷款总额 12% 的手续费。2005 年，它还因为收取不合理的隐含费用，被美国 30 多个州联合调查起诉，最后以 3.3 亿美元的高额代价庭下和解。在 2001 年中，还因为美国联邦贸易委员会的调查，而被迫支付 3.6 亿美元来达成和解。

在 2006 年 5 月，公司就已经开始停止自己旗下所有的零售房贷业务。

在次贷危机发生之后，该公司的前雇员出面作证说，公司在危机发生

① 当然，这里面最重要的问题还不仅仅在于经纪公司方面，作为把关者的“批发房贷”的经营者，也负有不可推卸的责任。对于这个问题，我在后面会给予很详细的介绍和分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前，为了获得快速利润，通过弄虚作假的办法，来帮助贷款人制造假文件，发出大量的风险很高的房贷；其后，又通过制造假文件，来将这些高风险的房贷按揭打包成“质量很高”的优质贷款，再转卖给华尔街的投资者，从中赚取利润。

它的这种做法，和华盛顿互惠银行如出一辙，最后的结果也一样，将自己送进了坟墓。类似的弄虚作假，在那个时候，在那个行当，似乎是很普遍的事情。在危机出现之后，整治和处罚相关的公司和个人，肯定需要美国司法机构花大量的人力和物力来进行。

房贷公司经营方面的虚假和疯狂，已经可以看到很多的例子了。关于华盛顿互惠银行在这方面的例子，我已经在《拐点：美国大败局》一书中详细分析过。在这里，我谈谈来自一家小公司的类似例子。借此，读者可以对比一下，规模庞大如华盛顿互惠银行的金融机构和这里的小公司，它们之间到底有着哪些内在的相似性，这种相似性又是如何最终成为导致它们败落的必然性的。在华盛顿互惠公司的例子里，我讲的是来自美国“老外”的见闻，在这里，我们来看看来自华裔“老中”的见识。

2007 年 8 月，一位在加州欧文市一家叫做英派克房贷（Impac Morgtage REIT ：IMPM）工作的华裔员工，讲了他在该公司所见识的次贷危机之前发生的一些事情。从中我们能够看到当时美国房贷金融机构的疯狂情形。

英派克房贷是一家美国上市公司，总部位于美国加州欧文市，是美国加州南部橘郡的商业中心。那里，也是美利凯斯特抵押房贷公司的总部所在地。很多美国的次贷经营者，都以那里作为自己的大本营。

到 2009 年 9 月我写这段文字时，这家公司已经很小了。在 2008 年时，它的销售额是 5620 万美元，只有 127 名员工。到 2009 年 9 月初时，它的市值是 1,531 万美元，股价为每股 2 美元。在最辉煌的 2004 年时，这家公司的股价一度超过 270 美元，对应的市值应该在 20 亿美元左右。从 2005 年开始，它的股价就开始跌跌不休，几乎是马不停蹄地跌到了 2009 年初的 50 美分之下，最低的时候大概在 15 分钱一股，对应的市值大概在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

110万美元的样子。那时候，该公司是在准备宣布破产了。

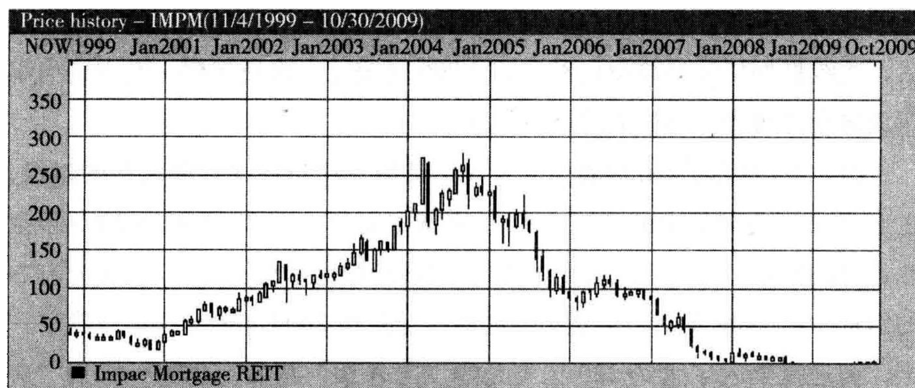


图3—5：英派克房贷股价受次贷危机影响

(图片来源：MSN.COM)

从2004年的20亿美元到2009年的110万美元的市值变化，正好说明了美国房贷市场的兴衰：来得快，去得也快，就像是一阵风。图3—5是这家公司股价的变化图。从图形可以看出，即使是在1999年时，该公司的股价也在50美元附近。一家公司的兴衰，也和人做梦一样，醒来已经是黄昏，刚刚过去的，似乎不曾存在过。

英派克房贷所在的欧文市，本身房价就很高，又是处于美国最富裕的橘郡。在历史上，至少从淘金时代开始，就有大量的冒险者到加州去淘金，梦想着一夜发财致富。可能也是从那时候开始，那里一直保持着一种冒险家的精神，或者叫做敢于创新的精神。也正是这种精神，让在那里的硅谷成为世界上最有创意和最成功的科技发源地。

让人有点“吃惊”的是，美国的房贷业务也有很多是从那里开始发迹，或者将大本营安扎在那里的。在美国经营房贷的金融机构中，最大的十家公司占到了全部房贷市场的绝大部分，而其中的七家的总部就在加州。在次贷最风光的时候，它们每一家都是财大气粗，大名鼎鼎。

英派克房贷是在1995年开始上市的，那时候，美国的次级抵押贷款



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总量在 650 亿美元左右，仅占整个房贷总量的 9%。其后，得益于长期的低利率和其他因素所带来的美国房市繁荣[①]，房贷规模得以快速成长，其中的次级抵押贷款总量，每年则以更快的速度在不断增长。到 2006 年前后，次级抵押贷款的总量已经达到 6,000 亿美元。次贷规模一度占到当年所放出全部房贷抵押总量的 20% 左右。

作为专门搞批发房贷的一家公司，英派克房贷在次贷最疯狂的时候，也有幸成为美国最大的“次 A 级”房贷中间商。在 2003 年到 2005 年生意最好的时候，该公司每个月能够从房贷经纪商手里买入 20 亿美元左右的房贷。到 2006 年时，虽然公司的股价已经在 2004 年的水平上下跌了一半，但还是购入了大约 220 亿美元的“次 A 级”房贷。作为一家搞“房贷加工转手”的“贸易商”，靠着债券市场的狂热和流动性过剩带来的低廉的借贷成本，公司以小搏大，通过使用高倍数的金融杠杆，来获得高额的投资回报。

有人用一个简单的算术，来这样说明公司的作业程序：房贷公司一般拿出 2 美元的本金，然后从银行那儿借到 98 美元，再加上从另外一个地方借来的 2.5 美元的流动资本，一共 102.5 美元。在有了这 102.5 美元之后，房贷公司就从房贷零售商那儿，以 100 美元的价格买入房贷按揭。然后，公司将按照这种方式买到的成千上万个房贷按揭放在一起，打成一个债券包（CDO），再做一些必要的法律方面的处理和金融产品卖出必需的等级分类和包装，做成一个精美的高等级、也就是低风险的债券证券，转手以 104 美元的价码卖给华尔街上来自世界各地的投资者。这整个流程，从借款到买入按揭，到加工好再卖出，前后的周期一般只有 30—45 天。

就在这个 30 到 45 天时间里，一个 2 美元的本金，就变成了 102.5 美元的操作基金，其后就是 104 美元的销售额，结果就是 1.5 美元的毛利。也就是说，在这平均 30 到 45 天的周期里，通过玩弄金融杠杆工具，房贷公司获得了 73% 的毛投资回报。这么高的利润，而且在最狂热的年份，

① 关于美国房市繁荣的原因和过程的详细分析，参阅《危机与败局：金融风暴根源解密》（商务印书馆 2010 年版）的有关章节。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还是一件很容易完成的工作，对于那些公司的员工而言，比印钞票还要来得容易。[①]

在这里，由于采用了高达50倍的金融杠杆，只要是有一个环节没有按照预期按时、按量完成，公司就会面临很大的投资风险。事实上，从2005年开始，很多从事这个行当的公司已经意识到问题和风险了。不过，在当时，那些人还是觉得，如果能够将自己的业务管理得比较有效率一些，也还是能够获得不错的利润，同时避开可能的风险的。没有想到的是，随着美联储一再提升利息，带来的结果却是美国房市泡沫的破裂，伴随它的就是大量房贷公司的巨额亏损。英派克房贷公司就是这其中可怜的一员。

第三节　贼喊捉贼

2009年5月时，在美国政府的大手笔救市努力之下，美国经济开始回暖的信号也跟着越来越多地显现出来，而且信号还越来越明显。虽然到这时候，还没有一个人敢说，金融危机最坏的时刻已经过去，经济萧条已经结束，但是，至少人们可以喘口气了。

从次贷危机到金融危机，百年难遇，人心惶惶。美国政府和美国的政治家也是一样，每一个人每一天都过得度日如年，感觉上有点如履薄冰的样子。为了选区选民的经济利益，同时也为了自己的政治利益，他们在做着自己能够做出的努力，来共同寻求救助美国经济于不倒的办法。

从美国股市的反应来看，人们最消极最恐慌的，是2009年3月。那时候，几乎是世界末日已经到来，每一个人都在想着法子出手自己手里所持有的金融资产。美国股市也在那个时候跌到了最低点。

先救市，再罚肇事者。在一系列救市行动发生预想的效果之后，在美

---

① 很多人不惜冒着生命危险做毒品买卖生意，原因就是那里容易赚到高额利润。在房市狂热的时候，搞次贷打包转卖生意所获得的利润，比做毒品生意还要来得容易、来得快，并且还是一笔合法生意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国经济得以稳定之时，2009 年 5 月 6 日，一度焦头烂额的美国国会议员，终于有机会腾出手来，反思次贷危机的成因并开始追查元凶。在那一天，美国国会众议院以绝对多数的投票结果通过了一项议案：将仿照“9·11”事件的调查模式，来设立一个独立的专家调查组，以查清次贷危机爆发的成因，并总结从中可以获得的教训。

按照开始时的计划，调查组将用一年半的时间，来彻查次贷危机的形成真相。为了这个目的，调查组被赋予了很多特权：它有权召开公开的听证会，也有权传唤知情者。

在此基础上，调查组还将重新审视相关的政府监管机构和美联储所扮演角色的合理性，并同时审查美国当前所使用的会计准则及高管薪酬体系是不是合理等。

这个特殊的专家调查组，将由来自银行、监管、税务、金融、经济和房地产市场等各个领域的 10 名专业人士组成。在这里，大家估计能够看到美国式民主制度的特点：动态和与时俱进。任何制度都不可能是完美的，政策和法律的变化永远赶不上社会形势的变化。一个好的制度的最重要一点，实际上就在于，它能够及时发现自己需要改进的部分并且还能够做到及时改进，让自己系统的运行变得更有效率一些。美国政府这时候就是想搞明白，到底是哪些方面出现了问题，哪里需要改进，和怎么样一个改进法比较好。在这之前，不负责救市任务的美国民间机构，特别是那些民间新闻机构，也在借机调查和分析，期望搞明白，到底是什么人、什么机构制造了这场规模庞大的次贷危机。美国新闻界的巨大影响力，在这个时候得到了很好的显示。

根据一家美国媒体的报道，有 25 家次贷放款相关的金融机构，是这场危机的“罪魁祸首”。研究结果来自总部设在美国首都华盛顿的公职人员廉洁研究所。报告说，出于对高收益、高风险房贷证券的渴求[①]，美国

① 实际上，在开始时，它们并没有觉得那是高风险的业务，至少按照它们的操作模式做下去，它们自己是不应该承担很高的风险的。只是到后来，原本算计好了的坑人的勾当，最后变成了自掘坟墓，这倒是它们开始时所没有想到的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和欧洲的投资银行向次贷项目提供了巨额资金。调查人员根据相关政府部门给出的统计数据，分析了从 2005 年到 2007 年间，发放的数以百万份计的次级抵押贷款，从中他们发现，这些次贷主要是由 25 家次贷“祸首”放出的：这 25 家所放出的次贷，总共接近 1 万亿美元，占到全部次贷总额的 72%，将近四分之三。

而在这 25 家“罪魁”中，发放次贷最多的则是全美金融公司，其数额在 972 亿美元以上。紧跟在它后面的，是美利凯斯特抵押公司和新世纪金融集团，它们所放出的数量分别为 806 亿和 759 亿美元，实际上也少不了多少。在次贷危机中兴风作浪的，不仅有这些后起之秀，虎狼之辈，还有一直以经营保守著称的百年老店，像美国的花旗银行和英国的汇丰银行。

如果再深入下去，我们能够看到，这些打头阵的次贷发放机构，要么直接由美国和欧洲的大型银行拥有，要么直接间接地在资金上得到了这些大银行的支持。很难想象，没有实力强大的大银行的支持，一个个“后生之辈”的借贷机构，是怎么能够做出规模如此庞大的生意的。所以，从资金来源看，美国房市的泡沫是那些世界上的金融巨头们，特别是欧美的金融巨头们，在背后为了一己之利有意识制造出来的。不过，在制造这种巨大的泡沫的同时，它们可能没有想到，泡沫的破灭最后也还会使它们自食恶果。

有意思的是，在次贷危机发生之后，也是这些积极参与次贷的金融机构亏损最大，于是，那些背后的大银行，就叫穷喊冤，将自己描绘成这场金融危机的受害者。实际上，危机是它们制造的，虽然最后它们是受害者，但同时，他们更是导致次贷危机的元凶。

就美国本土而言，制造危机的金融机构前十名中，居然有七名注册在加州。这是一种巧合，还是有着某种必然性，有不少人试图回答这个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3—2:2006 年美国前 10 位次贷发放企业情况

排名	发放贷款的公司名称（母公司）	2006 年		2005 年	
		发放额（亿美元）	占比（%）	发放额（亿美元）	占比（%）
1	汇丰银行	528	8.8	586	8.8
2	新世纪金融	516	8.6	527	7.9
3	全美金融	406	6.8	446	6.7
4	花旗集团	380	6.3	205	3.1
5	WMC 抵押（GE）	332	5.5	318	4.8
6	弗里蒙特投资	323	5.4	362	5.5
7	美利凯斯特抵押	295	4.9	756	11.4
8	择一抵押	288	4.8	403	6.1
9	富国银行	279	4.6	303	4.6
10	第一富兰克林	277	4.6	293	4.4
总共		3,624	60.4	4,199	63.2
全部		6,000	100	6,640	100

（资料来源：Inside Mortgage Finance，纽约联储银行）

表 3—3:2006 年美国前 10 位企业次贷抵押支持债券发行情况

排列	发放贷款的公司名称（母公司）	发放额（亿美元）	占比（%）	证券化比例（%）
1	全美金融	385	8.6	94.8
2	新世纪金融	339	7.6	65.7
3	择一抵押	313	7.0	108.7
4	弗里蒙特投资	298	6.6	92.3
5	华盛顿互惠	288	6.4	
6	第一富兰克林	283	6.3	102.2
7	居住基金公司	259	5.8	
8	雷曼兄弟	244	5.4	
9	WMC 抵押（GE）	216	4.8	65.1
10	美利凯斯特抵押	214	4.8	72.5



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

排列	发放贷款的公司名称（母公司）	发放额（亿美元）	占比（%）	证券化比例（%）
总共		2,839	63.3	78.3
全部		4,486	100	74.8

（资料来源：Inside Mortgage Finance，纽约联储银行）

2005 年和 2006 年，是美国房市最疯狂的时刻。表 3—2 所显示的数据很清楚地表明了，在 2006 年时，次贷发放量最大的十家美国金融机构中，那七家注册在加州的公司所占有的高份额。加州作为美国次贷发放的大本营，最后也成为次贷危机的重灾区，那里的房价相比美国其他地区，升得最快，跌得也最厉害。升得快，很大程度上就是这些“罪魁”推波助澜的结果，是它们制造出的强大短期需求，拉升了加州地区的房价。其后，在次贷危机爆发之后，又是它们的败落，让房市泡沫破灭和消失。有一段时间，那里的房市借贷市场，几乎到了没有流动性可言的地步。

有人将在加州注册的这七家金融机构称之为“加州七兄弟”，从它们最后的结局，能够很明显看出美国从事次级房贷金融公司的兴衰历史。加州的这七家公司分别是：新世纪金融公司（New Century Financial）、全美金融公司（Countrywide Financial）、作为通用电气下属的通用电气金融公司一部分的 WMC 抵押（WMC Mortgage）、弗里蒙特投资公司(Fremont Investment)、美利凯斯特抵押公司（Ameriquest Mortgage）、择一抵押公司（Option One Mortgage）和第一富兰克林公司（First Franklin）。在它们中间，规模最大的是新世纪金融和全美金融，它们在 2006 年时所发放的次贷规模分别为 516 亿美元和 406 亿美元，而作为 2005 年时老大的美利凯斯特抵押，则在那年发放了 756 亿美元的次贷，创下了美国金融机构年度次贷发放的新纪录。

从整个市场来看，2004 年到 2006 年，是美国次贷发放最疯狂的三年。统计数据表明，在 2003 年以前，美国历史上所发放的次贷总规模还不过 1.5 万亿美元，而在这三年中所发放的数额，就已经高达 1.7 万亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想想看，一个25%的贬值，这1.7万亿美元中的4,000多亿美元就变为云烟，这就是后来金融危急时刻，金融机构和房贷债券投资者们所必需面对的结果。

如果房贷的资金来源，是银行通过吸纳存款获得的，那么，这4,000多亿美元的损失，将全部由放出贷款的银行来承担，它们中的许多可能也只能以破产为结局。那么，美国的纳税人就得通过政府联邦储蓄保险公司，来为这之中的大多数银行买单了。这样一来，实际的结果就是财富在美国国内的再分配和浪费。

浪费的一个重要结果，是以“烂尾楼”的面目出现的。不过，美国的“烂尾楼”和我们国内的不同，美国很少看见建了一半丢在那里好几年没人问津的中国式“烂尾楼”。次贷危机中出现的，是被违约的借贷者放弃的漂亮别墅，遗弃的是拥有权和使用权。那些漂亮的别墅，则最后被留在放贷银行手里闲置着。

但是，在全球化的今天，特别是在美国华尔街金融创新之后，这些次级房贷实际上并没有保留在放贷银行和金融机构的账户上，至少是没有全部保留在美国的金融机构手里。其中的绝大部分，是通过债券的证券化，通过华尔街卖给了来自世界各地的投资者了。结果是，美国的次贷危机，通过这种证券化渠道，变成一场冲击世界金融体系的金融危机。美国金融机构的风险，被转移到来自世界各地的投资者手里了。

换句话说，即使是中国的普通国民，也间接地通过自己的国有金融机构，拥有了一部分美国的“烂尾楼”，在为美国房贷者的疯狂行为买单。在金融全球化的今天，美国金融危机不可能不对中国普通百姓的生活发生影响。不同的只是，这种影响会有多大，一般的普通百姓对于自己的利益又有多大的发言权，对于未来自己利益的保护又能够做多少事情。“美国的金融危机与我无关”这句话，似乎是“儿子打老子”式的自我安慰之语。

从表3—3我们可以看出，在2004年到2006年间，美国金融机构发放的次贷中，约有四分之三的部分被及时转化为次贷抵押支持债券，而被



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者购买，流通于全球债市。这样一来，在次贷违约率上升的时候，承担亏损的就已经不再（主要）是美国的金融机构了，而是世界上那些购买了美国房贷债券的投资者。

通过这种途径，美国人实际上是将他国投资者的财富，通过这种特殊的再分配过程，转移到了美国本土。在这种金融市场的高明博弈之后，即使那些违约的房贷者所留下的房子造成了不少的浪费，但那已经不完全是美国金融机构和纳税人的损失了。其中最主要的部分，是世界上其他国家投资者向美国人"进的贡"。外国人出钱在美国各地建立很多民居别墅，最后这些别墅又被"遗弃"，对于美国人和美国这个国家来说，总体来看实际上只有赚的没有亏的：建造别墅创造了大量的就业机会和连锁反应，美国人获得了大量的实实在在的利益。而且，外国人高价造的别墅，美国人最后还可以低价享受。

这和国内在几年前面对的大量烂尾楼的情形有很大的不同。那时候很多人，包括不少的港台人，通过手段在中国内地自己的银行借得大量的资金，其后再将一部分资金装入自己的口袋之后，就是留下了大量的烂尾楼来让国内的金融机构买单。结果是那些人空手套白狼赚钱，而买单的又完全是中国内地自己的金融机构。他们这些人建房子的目的是假的，表面的，背后的真正用心是套出中国内地金融机构的资金为己牟利。而美国人做房子是真的，而且还做得很漂亮；套外国人的钱也是真的，而且还成功地大量套到了；留下来的漂亮的大量别墅也是真的，大量美国人在危机之后可以低价享受漂亮的别墅也是真的；而且，那些别墅还是建立在自己的家乡，在自己很想要的地方！

如果有一天，中国的金融机构能够像这次的次贷危机中的美国这样，来"玩弄"外国佬一把，那中国的博弈水平才叫真的上了一个台阶。现在似乎还只是被人"耍弄"的被动角色，还只是和狼博弈的野鹿，难有制服对手的法子和本事。

如果有人从这个角度好好计算一下，可能会发现金融危机对美国所造成的影响并不是想象的那么大。基于这种理解，我觉得，美国经济所潜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存的巨大实力并没有因危机而遭受很大的打击，“巨大”的损失只是表面的。2009 年 10 月 12 日早上听到的来自 CNBC 上的一则新闻，也从一个侧面证实了这点：美国大部分的对冲基金已经缓过气来，开始收取 2% 的管理费和 20% 的利润分享了。在危机开始时，对冲基金也是最先遭受打击的金融机构的一部分，现在，连这些当初不要命的基金都已经活了过来，说明危机可能真的已经过去。在这里所谓“活了过来”，是指它们已经基本上将危机中所亏损掉的钱又赚了回来，而且是这么快就做到了。

这次金融危机的实质，是大量的金融公司的投资出现巨额的亏损。而亏损又主要由两部分组成：一部分是实实在在发生并且不可逆转的亏损，还有一部分只是因为暂时的因素引起的价值被暂时低估。从长期来看，第一部分对美国金融机构的打击可能不是很大，而第二部分在美国政府注入巨资救助之后，也不会带来很大的长远负面影响。很多资产在 2009 年秋天时已经回升不少。而且，一些比较精明勇敢的美国金融机构，借助投资这些暂时被低估的资产，还趁机发了不少“横财”，高盛集团和摩根大通就是这样的代表。

美国金融机构的竞争优势，它们的潜力还将会再次爆发出它的威力，继续带领美国经济向前飞奔。任何低估美国实力的行为和基于此所做出的博弈决策，都有可能在未来对垒中失利。

在 2005 年和 2006 年，美国次级房贷的年发行额分别为 5,080 亿美元和 4,486 亿美元，而它们所对应的证券化率则分别为 76.5% 和 74.8%。有的金融机构的证券化率还高于 100%，说明它们不仅将自己这一年手头的债券都转手卖出了，而且，在这一年度它所证券化的部分里，有一部分还是上一年的累积“存留”，或者是“来料加工”。

在 2007 年次贷危机爆发之后，“加州七兄弟”的命运是个个悲惨：要么是破产，要么是被人收购，要么是拖累自己的母公司，让原本实力雄厚的母公司也被逼到破产的边缘。昔日的暴发户和印钞机，最终成为人人痛恨的“过街老鼠”。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新世纪金融公司和美利凯斯特抵押公司，是在次级贷款市场最活跃的两家金融机构，它们最后也成为美国房市泡沫破灭之后最大的受害者。这叫做“成也次贷，败也次贷”。新世纪金融公司这家成立于1995年的金融机构，在十年之后的美国次贷市场大扩张的那三年期间，一直位居规模第二的“次贷大鳄”企业的地位。最后，它也成为“加州七兄弟”中最先遭遇破产和被拍卖的企业。

新世纪金融在2008年3月的破产保护申请，被人们看作是美国次贷危机的开始。到了5月时，该公司进入拍卖清算，最后以1.88亿美元的价格，由卡林顿资本管理公司和卡林顿抵押服务公司[①] 共同接管。

而美利凯斯特抵押公司，也因为类似的问题，最后也面临破产。它得以保住性命，还要感谢自己的“父母”ACC资本控股公司，是它的成功操作，让自以为聪明的花旗银行，一步步走进自己设定的圈套之中，最后掉入陷阱。而花旗集团对它的收购，又几乎将花旗自己拖垮。

“加州七兄弟”中的全美金融公司，则在巨额亏损之后，在2008年1月被美利坚银行（Bank of America）以40亿美元收购。这个价码，应该是很幸运的了。但也正是这个原因，美利坚银行几乎被拖至破产的边缘。

花旗银行和美利坚银行的例子，和中国股民在2007年底时，当上证指数从6000多点下跌到5000点附近，想捡便宜大量购买股票的投资者是一个道理和思路，结果也是一样惨，甚至更惨。看看随后美利坚银行的股价变化就知道了（图3—6）。

择一抵押公司也最后以11亿美元的价码易主。

WMC抵押是从1999年开始经营次级房贷业务的，在次贷最赚钱的2004年，被通用电气公司旗下的通用电气金融公司（GE Money）看中并收购，结果，最后成为拖累整个通用电气公司的一个大负担。一直到2009年9月时，通用电气的股价也被压得弯着腰而抬不起头来。

① 卡林顿资本管理公司：Carrington Capital Management,LLC。卡林顿抵押服务公司：Carrington Mortgage Services,LLC。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

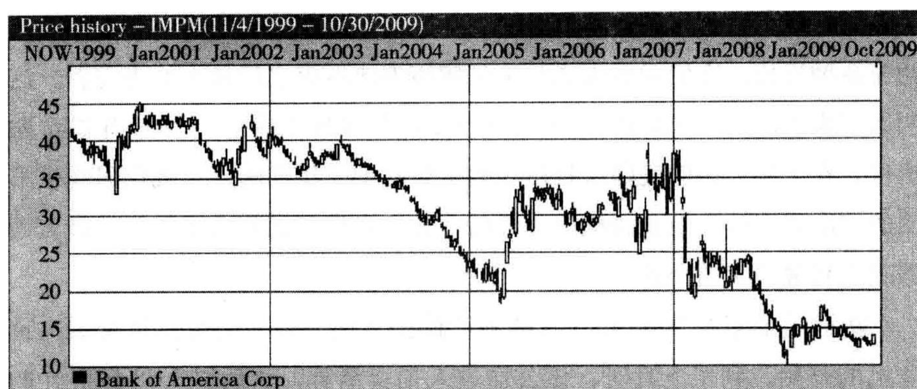


图 3—6：美利坚银行股价变化图

（资料来源：MSN.COM）

1982 年成立的第一富兰克林金融公司，原属国民城市公司 (National City Corporation)，后来在 2006 年 9 月时被美林证券收购。美林的这次收购算是金融市场上最经典的一个败笔，是在危机已经开始显示的前夕，高价买下了一个烫手的山芋。结果，几乎被搞到破产的地步。

第四节　美利坚收购全美金融

2008 年 1 月，带着新年的喜气，美利坚银行收购了面临困境的全美金融公司。从表面看，对全美金融公司的收购，对美利坚银行而言是一种业务上的互补，弥补了该银行在房贷领域的不足。但是，在一个自己由于次贷危机而遭受重大债券投资失利的时刻，再背上全美金融这个亏损难以估计的巨人，对于当时的美利坚银行而言，还是需要很大的勇气的。事后看来，这也不是一个明智的投资决策。

对全美金融的收购，还得从 2007 年 8 月说起。8 月 23 日，全美金融在面临资本金不足的紧急情况下，向美利坚银行出售了价值高达 20 亿美元的绩优股。当时全美金融给出的价码是：美利坚有资格用这笔带有年息 7.25% 的绩优股，以每股 18 美元的价格换购全美金融的普通股。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅仅四个多月之后，2008 年 1 月 11 日，美利坚银行就宣布以 41 亿美元的价码买下整个全美金融公司，美利坚银行计划在其后的 7 月 1 日正式完成收购程序。按照公司自己的说法，收购全美金融的好处是获得对方的专业人才和技术，还有它业已建立的服务系统和网络。明白的人知道，这都是公关之词。

收购最终让全美金融自己避免了破产的命运，虽然全美金融的管理层否定自己已经濒临破产的边缘。我现在还活着，怎么能说我当时快死了呢？它的这个逻辑的对与错，是没有人有兴趣去和它辩论的。不过，我们倒是值得看看，从这笔兼并中，美利坚银行到底得到了什么东西。

到 2007 年 12 月 31 日截止，全美金融所服务的房贷按揭有 900 万笔，涉及价值 1.4 万亿美元。这些房贷按揭的贷款提供者，在这个时候，其中的绝大多数已经不再是全美金融公司自己了。即使在开始时是它放出去的贷款，很多也通过制造成 CDO，卖给了市场上的投资者。在卖出之后，全美金融公司还负责为这些按揭提供诸如收款等“贷款之后”的服务工作。对于全美金融而言，这是一笔很大的、稳定的收入来源，而且是没有任何风险的。

900 万笔，即使每一笔每年的服务费只有 100 美元，那也是 9 亿美元的收入了。如果能够从每一笔赚到 100 美元的利润，那就是 9 亿美元的利润，按照 10 倍的市盈率，90 亿美元就已经远高于美利坚银行 41 亿美元的付账了。不过，实际上，美利坚银行没有获得这么好的结果，因为全美金融背负了太多的呆账和坏账。

由于次贷危机的出现，由于全美金融公司是美国房贷市场次贷的最大提供者之一，由于公司涉及一些违规的行为，在那时候，美国联邦调查局（FBI）已经开始了对该公司是否涉及贷款搞假和欺骗的调查。也正是由于这个原因，美利坚银行一直到 2009 年时，还在自己的公开声明中说，到目前为止，自己和全美金融的关系还只是官方性的（“officially” affiliated）。我不太能够读懂这句话：难道是说，它们之间还只是一种“法律上”的拥有关系，没有什么“实质性”的关系？听起来很滑稽。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在2008年7月1日，兼并正式完成之后，美利坚银行就成为美国境内最大的房贷金融机构了，在将全美金融的房贷部分和自己旗下已有的一家房贷分公司合并之后，美利坚银行所占有的美国房贷市场，已经达到四分之一。

在兼并全美金融公司之后，美利坚银行还做了一些法律上的“技术性”处理，以避免在全美金融公司遭受巨额亏损的情况下，连带母公司也遭遇破产的处境。这种技术性的处理，无非就是将作为母公司的责任，限制在一个自己能够承受的范围内。也就是说，在那时候，美利坚银行已经做了最坏的打算了。

全美金融公司并不是一家银行，而是一家房贷按揭中介公司。它的业务主要是通过从大银行获得临时贷款（信用额度），再在房市寻找需要借款买房子的人，将钱贷给他们，其后，就将这些房贷按揭证券化，制成MBS和CDO，再卖给债券投资者收回本金。

在整个过程中，全美金融公司获得三个部分的收入：从放贷和打包过程中赚取手续费；保留为所放出的房贷按揭提供“售后”服务的权利，也就是每个月按时寄出房贷按揭账单并代收按揭付款的工作；房贷相关的服务，诸如房产产权转让等。

1938年在纽约市出生的安吉洛·莫兹罗(Angelo R.Mozilo)，曾经是全美金融公司这家全美最大的房贷经纪公司的创办人兼首席执行官（CEO），享有“按揭贷款大师”的美誉。

华盛顿互惠银行和富国银行这些美国的大银行，也直接向顾客提供房贷，也将自己卖出的很大一部分房贷按揭，打成包制成MBS和CDO之类的债券卖出去。但是，和全美金融不同的是，它们同时自己也保留着相当大的一部分按揭贷款，作为自己的投资。而全美金融公司则不保留任何自己放出的房贷按揭，全部卖给华尔街的债券投资者。

这种作业方式，决定了全美金融公司更有积极性卖出更多的房贷，而且它的标准似乎也更简单：只要是能够打包卖出去的房贷就是好的房贷，就值得去做。在次贷最疯狂的时候，任何一种房贷按揭都是可以被证券



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化，作为某一个 CDO 债券包的一分子，被卖给华尔街的投资者的。在那时，全美金融公司的目标也非常明确：只要是能够找到或者说拉到客户，只要你能够让该客户想买房子，或者说是想在一个买房子的契约上签上自己的名字，它全美金融公司就有办法，让这位先生或者太太能够获得他（她）所需要的房贷，买到任何一栋房子。全美金融公司的地盘主要在加州等房价热涨的地区，在那里，人们在房价飞涨时的感觉就是：只要你拥有房子，你睡觉、吃饭、度假时，你的房子都在为你赚钱而且是赚大钱。

在谈到自己的发家史时，作为公司创始人的莫兹罗曾经很自豪地说：在起步时，他实际上是公司唯一的销售员。刚开始时，他找到了不少的想买房子的退伍军人，为他们办理房贷按揭申请。可是，当他拿着这些申请到美国政府的复员军人事务办公室（Veterans Affairs）去时，他所带去的申请全部被对方按照常规理由给拒绝了：那些人不够格！

当时，美国的房贷市场主要由银行主导，银行在放出贷款之后，除了留下一批作为自己的投资赚点利差之外，大部分都被转手卖给了两房和 GNMA 三家政府和半政府机构。

由于银行自己保留的部分自己得承担风险，转手的部分接手方又有很高的信用质量要求，所以，那些信用不太好的借款者，往往很难通过传统渠道获得贷款买到房子。这些信用不是很理想的退伍军人，就成了一个被人“遗忘”的潜力很大的房贷市场。

那时候的莫兹罗意识到，自己唯一的生存之道，就是那些想买房子但又不够格，在银行得不到贷款的人。为了在这个市场获得突破口，他想到了一个很好的办法：让那些退伍军人拿着自己的勋章和奖章，拖着自己的残肢断臂，和他一起到复员军人服务办公室。他通过指责对方的不人道，来要求退伍军人办公室的工作人员发点善心，满足这些为了国家利益而付出鲜血代价的英雄们的一点“小小”的要求。说明白点，他是想通过耍无赖，看能不能打开一个让自己得以牟利发财的缺口。

在美国这个法制国家，靠耍无赖，很多时候是没有效果的。再者，退伍军人为国家做出贡献，那已经是过去时。国家需要的时候已经过去，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且，国家的需要也已经获得满足。现在的退伍军人已经成为国家的负担，没有多少人会对他们产生兴趣的。躲避，就是政府部门采取的最好办法。国家也是很势利的，国民对于它，就像是已经穿破、穿脏了的鞋子、衣服，它是没有兴趣再去在乎和关心的。脱下来扔掉，就是它最好的选择，除非没有办法，或者，除非你还有某种价值。美国的民主体制，给了每一位还活着的公民一票选举权的价值，这实际上就是这些人“唯一”可以和政府“讨价还价”的筹码。如果没有民主选举制度存在，这些人的价值实际上已经“不存在”了，至少在政府看来是这样。大家可别小看这一票的选举权，在同类型人的人数规模达到一定程度之后，就会有政治家主动到来，愿意将这些价值实现。而实现这些价值的真正动机又是政治家自身利益的获得。

莫兹罗看到了可能性，同时也意识到可能不成功的风险。他做好了最坏的打算，但同时，他更觉得，试一试总比不试强，反正自己也没有任何损失。为了获得预期的效果，他在那些“不得不在乎”的人身上做了不少的工作。那些政客，那些必须对选区选民意见在乎的政客们，对于国家利益的看重，远没有对于选区选民意见的看重。只要能够获得自己所需要的选票，又有多少人在乎国家必须付出的代价？再者，国家的钱也就是纳税人的钱，最后总是要花在纳税人身上的。不同的是，将会花在不同的纳税人身上，也就是我们常说的再分配的受益者不同而已。对于政客，只有能够给自己带来最大效益的再分配才是最好的再分配。

莫兹罗的成功，就在于对这种利益关系的深刻理解。玩博弈，搞借力打力，最重要的实际上就是明白各自的“穴位”，只有点到位才会有效果，才会事半功倍。

让莫兹罗自己也吃惊的是，他的这一招还真的是起了作用。从那以后，他递上去的所有退伍军人的房贷借款申请，都被及时地批了下来。也就是说，从那以后，他为自己找到了一份“生意”：为退伍军人获得房贷，而自己则从中获得一份手续费收入。在那时候，这个市场很大，因为此前还没有人有本事能够打开这个市场。也正是由于这个市场业务经营的艰



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难，在全美金融公司发展到一定规模在纳斯达克上市之后，市场对它的前景并不看好，股价一直在1美元以下徘徊，是一个标准的垃圾股。

人们说，第一个吃螃蟹的人需要勇气和胆量，从莫兹罗身上你会看到人更需要的是智慧。他能够在别人看来没有机会做出业绩的地方做成很大的业绩，那就不仅仅是运气和勇气了。他需要两个方面的才能：让想购买房子的人相信他，让他来代理房贷按揭申请业务，而不是去稳定的银行；同时，他还得替这些多少有些瑕疵的借贷申请找到愿意接受的金融机构，将申请变成实实在在的房贷按揭，变成自己收入的一部分。这后一步在当时应该是最难的，也正因为很难做到，所以他也没有多少竞争对手，这又成为对他有利的事情。坏事可以成为好事，好事也可以被人变成坏事，人生就是这么复杂，同时又是如此的简单。如果你想获得与众不同的结果，你就得采取与众不同的手段。在这里，莫兹罗再一次证明了这句话的正确性。正是由于有这个绝招，他的公司在1985年之后业绩获得飞速的成长。他经手放出的贷款增长的同时，他的公司收入也在逐年增加。

一般来说，房贷中介商在每一笔贷款放出之后，是有权利保留对那笔贷款按揭的后续服务权的。每年的服务费一般是贷款余留额的0.4%：对于一笔余额为50万美元的贷款，0.4%就是2,000美元一年，相当于每个月167美元。而且，每放出一笔贷款，虽然你第一年获得的只是那笔贷款的0.4%，但是，按照美国的GAAP会计准则，你公司的进账却是按照那笔贷款按揭在未来所有收入的现值累加。也就是说，你每卖出一份房贷，除了获得一部分当年的现金收入外，你账户上的收入还包含了很大一笔的未来应收账款。正是这种应收账款的快速增长，让全美金融公司在好多年有很辉煌的赢利增长记录。这也是为什么，当后来这些房贷本身出现问题违约拒付，或者被提前付清之后，全美金融公司又会出现大量的经营性亏损的原因。因为未来的收入可能是没有保障的。这里面复杂的关系，给了莫兹罗很多操作账户的机会，也正因此，他后来被人们指责最多的，反倒是他的账户作弊和内部交易。

1985年，莫兹罗将全美金融公司的股票交易转到纽约证券交易所，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其后，该公司的股价开始了“一路发”的奇迹生涯。《财富》杂志将其描述为“市值230倍的股票”：全美金融公司的股票价格，从1982年到2003年的21年间上升了230倍，平均业绩远好于巴菲特的公司，也好于沃尔玛公司（Wal-Mart），相当于年平均29.5%的成长业绩，还没有包括分红的部分。1982年时10,000元的投资，2003年价值230万元，外加每年不菲的红利。① 有的年份，全美金融公司记录的年度赢利绝对值甚至超过了沃尔玛公司。

全美金融公司也算是个幸运儿，它首先赶上了发行MBS的机会，这让它的业务更上了一层楼。其后又赶上了CDO这个弄潮儿的出现，又让它大赚了好几年。由于它的经营模式和记账办法，你可以想见，在全美金融公司一度占到美国新放房贷按揭30%的市场份额的时候，它所能够获得的房贷中介手续费和按揭服务费是如何的巨大。只可惜，这之中的很多“利润”记录并不是真实的利润，只是潜在的未来收入。而作为公司CEO的莫兹罗，却可以根据这个可能的未来收入获得实实在在的高额年度奖金。这又在后来给他本人带来了不少的官司。

次贷危机爆发后，全美金融公司出现了很多方面的麻烦。过去对它很慷慨的银行关闭了给它的信用额度，使它无钱可借；自己刚刚放出去的不少次贷由于市场逆转，已经很难再打包卖出；那些未来的服务费收入，也由于违约率的增加而被大打折扣。

正是在这个困苦的挣扎时刻，这个一直不愿意通过兼并其他同行谋求发展的公司，最后却不得不将自己出卖。2008年1月11日，美利坚银行（Bank of America）宣布，用41亿美元的股票价值，收购全美金融公司。收购决定很快得到股东和证监部门的批准。从美利坚银行的股价变化来看，在开始时市场的反应比较负面，其后似乎又是表示欢迎，股价也一度在2月份时到达45美元左右。但是，在7月1日完成收购时，股价已经

① Shawn Tully, “Meet The 23,000% Stock For 20 years, Countrywide Financial has been on a tear. With the housing boom winding down, can this mortgage star keep from falling? ” *Fortune*, September 15, 2003.



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下挫到20美元出头，下跌一半有余，这相当于将出价杀到20亿美元之下。到2009年时，最低到达过每股2.53美元的水平。由于是换股交易，美利坚银行是在用自己也还是“虚高”的股份在“高价”购买全美金融公司。这样做从长远看似乎也不是一件太差的事情。

从这个角度看，我们是不可以将美利坚银行的这笔收购和中国金融机构花30亿美元巨款在黑石集团股价虚高时用现金购买来相提并论的。这两者之间有着实质性的差别！如果是使用现金收购，当时的美利坚银行可能就没有那么大方了。

和华盛顿互惠银行的命运相比，全美金融公司应该说还是一个识时务的幸运儿。最后的结果也要好很多，而且还卖出了一个41亿美元的价格。一个在2005年时年赢利25亿美元，总资产2,350亿美元的公司，即使在2006年时还有16.7亿美元的赢利，2007年公司保险部门还产生了6个亿的赢利，一两年之后，就跌价到这种地步。

2007年4月2日，当美国第二大次级房贷公司，新世纪金融公司申请破产保护时，人们还没有意识到次贷危机的真正影响到底有多大有多深。

在全美金融公司的股价从2006年时44美元的高点持续下跌，跌到了36美元时，市场已经开始有些紧张了。可是这时候的公司老总，在一边卖出自己手中的持股的同时，还在忽悠公司的股民。莫兹罗说，公司的高风险贷款水平被控制在一个可控的范围内。

有人事后说，对于莫兹罗的话，华尔街认为还是有一定的可信度，因为他是一位快言快语、有话直说的人。而且，他还是一个精明强干的领导者，很善于把握他所在的市场的机会。在几年时间里，他已经将公司在房屋按揭贷款市场的占有率，从6%提高到16%，而且，还带领公司进入到非按揭贷款的金融领域，实现了经营的多元化。而且公司在保险领域的利润也已经不少。

美国证交会（SEC）在2007年10月16日启动了对这家濒临破产的公司的这位CEO莫兹罗的非正式调查。市场人士说，这可以看作是对从2007



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年夏天开始的，席卷整个欧美金融市场的次贷风波清算的正式开始。

调查的重点是，在面临公司财务越来越恶化的关头，作为公司的老总，却在大量抛售自己在公司的持股。记录表明，自从 1984 年在纽约证券交易所上市以来，莫兹罗所出售的公司股票，价值高达 4 亿多美元。在 2007 年 8 月之前的 12 个月中，他售出的股票价值也有 1.3 亿美元。[①]

2007 年 4 月，《巴伦周刊》[②]还将莫兹罗列为“全球 CEO30 强”之一，认为他是美国屈指可数的“按揭贷款大师”。那时候，美国次贷的麻烦已经开始显现，而身为美国最权威金融期刊的《巴伦周刊》还在如此高调称颂全美金融公司的老总，让人产生对该权威期刊判断力的怀疑。其后，莫兹罗一方面对外唱高调，另一方面又在很快速地卖出自己在全美金融公司的持股，搞内部交易。他也因此而给自己带来了大量的官司。

从这里看，次贷危机之所以能够造成那么大的冲击力和破坏性，不仅评级机构没有履行自己的职责，新闻机构的“忽悠”也罪责难逃。对于评级机构的人们可能还能够理解，因为它们得以自己的客户利益为优先考虑，而它的客户又都是金融机构。但是，对于一直倡导中立、公平、公正的新闻媒体，却也在最关键的时刻成为那些金融巨头们糊弄老百姓的工具和帮手，这到底是因为它们本身的无知，还是因为它们有意为之，为了自己背后的利益和关系？在新闻机构和评级机构一起唱双簧，配合莫兹罗这种人的忽悠时，再精明的普通投资者，恐怕也很难做到不被对手忽悠，能够理性地做投资决策的。

第五节　性与谎言

商场如战场，为了在博弈中获得胜算，无所不用其极，似乎也是很正常的逻辑。问题是，由于岗位规范、司法与行业规则系统的管制，期望通

---

① Gretchen Morgenson (2007—08—29). “Inside the Countrywide Lending Spree”, *New York Times*.

② “*Barron's*”，一本在美国很权威的金融期刊。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过类似于“田忌赛马”那样初级手段来获得博弈的胜利，在现在看来是有点不太常见了。换句话说，现在商业战场上使用的手段，已经更加“细腻”和“高级”了不少。

为了获得业务不择手段，在经营比较规范的美国，是比较少听到了。但是，在次贷危机爆发前的房贷市场，却出现了大量的“不择手段”的案例。为了高额的利润，人们使用了所有能够使用的手段，而不管那些手段是不是合法的或者是否是有道德的。马克思很久以前说过的，为了高额的利润可以铤而走险的结论，在美国的次贷狂热时代再一次得以真实上演。

美国《商业周刊》在2008年11月底的一期上，发表了一篇该刊记者的调查报道，报道说：席卷全球的金融海啸的源头，就是美国的银行和金融公司胡乱放贷所造成的房市大泡沫，而在这个泡沫的制造过程中，为了一己之利，或者说为了一己之暴利，到处充斥的是“性与谎言”。

在次贷危机爆发之后，美国司法部门开始调查事情的起因，于是，隐藏在背后的黑暗和肮脏就被暴露无遗。一些过去从事房贷“按揭批发员”工作的人，在司法作证时披露，为了获得一项房贷按揭业务，女性不惜以性和金钱、物质来贿赂，而相应的金融机构的职员也乐于接受这种好处。整个行业集体舞弊，最终导致整个房贷行业的崩溃，结果是让全球的金融体系遭受到次贷危机的冲击。

在房市泡沫最厉害的年代，不少普通的民众投身按揭行业，并且迅速因此而变成百万富翁。一位叫做爱丽丝的女士，就是这之中的代表人物。她高中时对读书兴趣不大，喜欢玩，而且也一度以自己拥有的姿色而自傲。由于长期的贪玩，到了高中之后，学习吃力，实在是读不下去了。高中还未毕业，她就开始进入职场，希望能够谋得一个养活自己的职位。其后，她有幸在一家金融机构找到了一份“按揭批发员”（Mortgage Wholesaler）的工作。那个职位不需要多少技能和知识，说穿了，她的工作就是搞关系。她有姿色，又能说会道，倒是很适合这样的工作。

作为房贷批发员，爱丽丝的工作就是为她所在的金融机构，从负责零售的房贷经纪手中，买下他们的按揭申请，然后，再拿着这种申请去和贷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款机构协商，完成按揭放贷。她是为经纪公司工作的，说是买，实际上就是“拉”，拉客户而已。在美国楼市被热炒的时候，由于放贷金融机构能够很容易地通过债券打包，将这些按揭卖给华尔街的投资者，所以，即使是最差的、风险很高的房贷按揭，也能够获得贷款。

在这种背景下，谁能够获得房贷申请，谁就能够赚到钱。而且，那时候放贷银行支付佣金还非常慷慨。那么，只要搞掂房贷第一线的人，拉到房贷申请，她就有钱可赚了。这种事对她而言轻车熟道，顺手拈来，这也是为什么在最好的年份她能够给自己的钱袋装进百万美元的原因。

为了获得更多的按揭申请，以佣金维生的批发员，就选择为了达到目的而不择手段。爱丽丝说，她是 1997 年时加入新世纪房贷公司的。在 2002 年时，靠佣金收入的她，就获得 100 多万美元的年收入。第二年，她的进账又在此基础上上升了 20%。

她说，由于收入优厚，自然就会有越来越多的人参与进来，于是，按揭批发员之间的竞争就开始变得越来越激烈。而那些作为供给方的房贷经纪，就趁机占便宜。有的人，甚至要求女性批发员以提供性服务来换取他们手里的按揭申请。

其后，这种潜规则就开始成为公开的秘密。由于发生得太频繁，最后，批发员和房贷经纪之间，已经走到必须经过这个过程的地步：每一次，似乎“应该”有这种额外的“必需”的“交易”才行。

爱丽丝说，她曾到加州圣荷西的一家贷款经纪公司谈生意。那里的经理一见到她，就向她提出了进行这种交易的要求。爱丽丝拒绝了对方，结果，她只有空手而归。

爱丽丝的话，在加州一家贷款经纪公司老总那里得到了证实。他说，经常有衣着性感，缺乏专业训练的银行信贷批发员，到他的公司来色诱那里的经纪人，邀请他们前往高级餐厅开派对。他说，还记得有一位来自新世纪金融公司的一位批发员，曾经邀请他前往芝加哥，一起共度“美好时光”。

作为整个过程的中间一环，不仅对于给自己提供按揭申请的经纪人采



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用这样的“传统”办法，对让按揭申请最后得以通过的审批部门的员工，她们也采用类似的办法。负责审批的，一般来说是自己在同一公司的同事，为了佣金，她们也色诱贷款审核员，以便能够让有问题的按揭申请能成功获得批准。

华盛顿互惠银行的一位副总裁承认说，曾有女批发员希望他批核一份不符合银行要求的按揭申请。他说，当时那位女同事身穿低胸性感的连身裙，跪在他的桌前，楚楚可怜地说：劳驾，帮个忙，我真的需要这份申请，只要你能够批准，你要我干什么都成。

在利益的驱使下，经纪人、按揭批发员和按揭贷款的审批员，相互勾结、造假，最后将大量的不合格的按揭申请制成债券包，送到华尔街，结果酿成次贷危机的大祸。

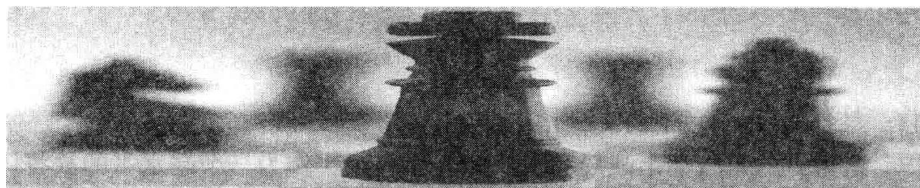
这些非法的行为，在危机发生之后的“清查”中才有机会被制止。违规者最后要么将面对应得的惩罚，要么遭受辞退，或者被受害者讼诉，不得不面对应有的法律制裁。

读者注意到，当时的很多积极参与者和获益者，在事后的调查中，又摇身一变成为受害者。人类的狡猾和诡秘，在这里得到了充分的体现。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四章
形兵之极，至于无形
——华尔街的惨败

次贷危机的第一波冲击，对准的是在第一线的放贷金融机构，特别是那些在次贷按揭房贷市场最活跃的金融机构。这第一排的“人”被对手射杀一批之后，接下来的就是那些投资这些金融机构“倒卖”给华尔街的CDO的投资者了。这些投资者中，有很多是来自世界各地的银行等金融机构。

孙子说，“策之而知得失之计，作之而知动静之理，形之而知死生之地，角之而知有馀不足之处。故形兵之极，至于无形：无形则深间不能窥，智者不能谋。因形而错胜于众，众不能知；人皆知我所以胜之形，而莫知吾所以制胜之形。故其战胜不复，而应形于无穷。”这段话的意思是说，作战时要通过各种手段来让对手泄漏自己一方的情报，诸如实力与优劣势等，让自己能够达到知彼，并且使自己一方能够借助这些信息来制定最优的作战方案。孙子还说，“夫兵形象水，水之形，避高而趋下；兵之形，避实而击虚。水因地而制流，兵因敌而制胜。故兵无常势，水无常形；能因敌变化而取胜者，谓之神。故五行无常胜，四时无常位，日有短



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长，月有死生。”

这里讲的是战场上战局和战机的变化多端，作为一个高水平的战将，你得随时根据战情的变化来调整自己的策略。

在金融市场上，情况实际上也是类似的。作为博弈的玩家之一，大家不仅在时时刻刻观察和分析大局，而且还在不停地解读对手的策略变化。很奇怪，在这次金融危机中，人们似乎忘记了这些最基本的哲理。一直到最后，在大家都面临“背水一战”没有选择的时刻，才意识到问题的严重性。这种大家同时长时期地被自我“愚昧”，也是一种值得每个人认真思考的“怪现象”。

第一节　诺森罗克的困境

2007 年 9 月 14 日，星期五。这一天，英国的诺森罗克银行（Northern Rock），因次贷损失而出现流动资金不足的问题。当日，有很多存户到银行要求提取现金。而且，还有不少的人通过网络银行转移自己存在该银行的资金。由于使用网络的人太多，银行的服务器一度因过于拥挤而瘫痪，这又增加了储户的恐慌。

和同样因为不得不面对挤兑直至自己破产为止的华盛顿互惠银行相比，这家英国的银行还算是比较幸运。华盛顿互惠银行的情形是，你表面上看不到人们拼命要求提款的场面，可是，很多人却通过网上银行将钱提走了，最后，将这家美国的大银行给挤兑垮了。而且，面对流动性不足的华盛顿互惠银行，美国政府还不愿意注入资金。

面对诺森罗克银行出现的挤兑困境，英国政府的英伦银行决定向该银行注入资金。英国政府最后注入的规模巨大，对这家银行的救助，成为 50 年来英国历史上最大的救市行动。就在那天，诺森罗克银行的股价下跌了三成左右。

英国政府的注资，并没有真正稳定储户的担心情绪。在接下来的第一个交易日，9 月 17 日，星期一，储户的挤兑继续进行，而且还有愈演愈



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

烈的趋势。市场反应也相当负面，股价再在周五的基础上下挫四成。

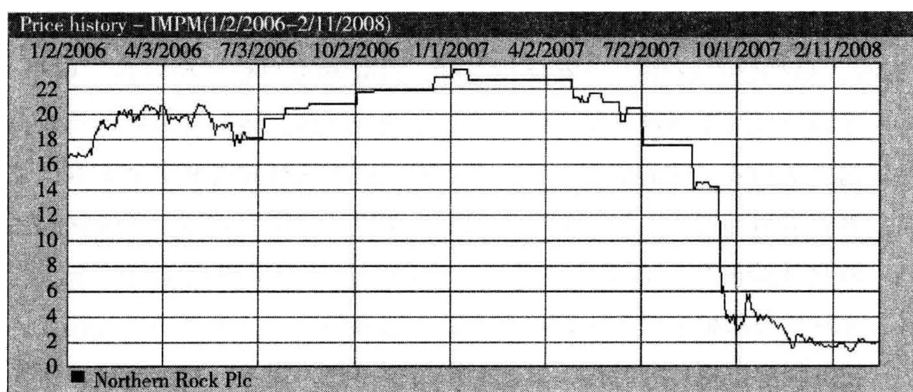


图 4—1：诺森罗克银行的股价在 2007 年的“自由落体滑”

（资料来源：MSN.COM）

为了稳定储户的恐慌情绪，英国财相戴理德站出来说，政府将向诺森罗克银行提供百分之百的存款保证，该银行所有存款的安全由政府来背书。在这之后，储户挤兑才开始慢下来，挤兑危机也才告平息。到此为止，银行本身已经失血很多：在这之前的两天时间内，就被储户取走了 20 亿英镑，相当于诺森罗克银行存款的 8%。

在挤兑风潮停息之后，股市也开始回升。在英国政府的公告发表之后，诺森罗克银行的股价也跟着股市大盘的回升而反弹，股价回升了 16%。

在此之前，根据英国 2001 年制定的《存款补偿计划》，对于存款 2,000 英镑以下的储户，在银行破产时可收回全部存款，而在 2,000 英镑以上到 31,000 英镑以下的储户，他们只能够收回 90%。这种保证远低于美国当时对于每个账户 10 万美元的储蓄保证额度。很多英国人就是因为害怕银行倒闭，让自己遭受不必要的损失，才急急忙忙将钱转移到其他银行的。

在次贷危机发生之后，美国政府还增加了联邦保证的额度。虽然当时英国政府出面为诺森罗克银行小储户提供全部存款的安全保障，但毕竟还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只是特例特别处理而已。在这方面，看来，英国还是走在了美国的后头，英国人还是比美国人“保守”。

诺森罗克银行是英国第五大按揭贷款机构，占英国贷款市场份额的18.3%。虽然它自己作为一家商业银行，也吸纳来自储户的存款，但是，与一般银行只用来自自己客户的存款进行放贷不同，该行主要用从其他金融机构借来的钱，转借给买房子的人买房。由于这样获得的资金成本比较高，需要更高的投资回报才能获得利润，所以，诺森罗克银行所经营的都是一些高风险的贷款业务。或者说，该银行是通过采用高倍数的金融杠杆，来从房贷按揭中赚取小额的利息差。这种经营方式本身的风险很大。

在美国房市热炒的时候，英国的房市也是热得烫手。在那时候，诺森罗克银行也时不时提供零首付的贷款，而且，对于借款人的收入要求也很低。很多时候，借款者的月还贷负担，已经超过借款者能够承担的程度。这种人借钱买房，纯粹是在赌房市的房价将继续高涨，期望从这种暴涨中短期获得一些投机利润。

在次贷危机发生之后，诺森罗克银行不得不面对高比例的违约率，结果是，自己出现大面积的亏损。再加上当时融资因为流动性的冻结而出现困难，银行的处境更是雪上加霜，度日如年。

面对公司的困境和股东的压力，诺森罗克银行的董事长麦特·里德利（Matt Ridley）被迫辞职。他的职位由前渣打银行董事长布莱恩·桑德森（Bryan Sanderson）接任。其后，在2007年10月12日，维珍集团组建了包括香港第一东方投资集团（First Eastern Investment）、美国国际集团和一些私人投资公司在内的财团，计划收购诺森罗克银行。但是，这些机构的努力最后因为潜在的亏损巨大而没有成功。2008年2月18日，在没有找到合适的收购对手的情况下，英国财政大臣阿利斯泰尔·达林宣布，将诺森罗克银行暂时国有化，以后再在机会合适的时候来处理。

在一年之后的2009年6月中旬，英国政府还在考虑，是应该在完成整顿之后让诺森罗克银行通过公开上市的办法卖给投资大众，还是直接通过私下交易，将这家银行卖给私人投资者。作为倡导市场经济优越性的英



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国政府，是没有兴趣长期经营一家商业银行的。而且，如果能够处理得法，也能够证明英国政府处理金融危机的成绩和高水平。政绩对于政治家而言总是最重要的，在英国也一样。同时，如果能够处理得当，也能够借此让民众体会到，危机真的已经过去。

不过，英国政府的这一如意算盘，没有得到太多的企业的正面回应，任何一步棋都没有成功走成。这时候是英国政府在和金融市场的投资者博弈，政府方面期望获得它所想要的理想结果，而作为博弈对手的投资者，那些私营的金融机构，则在这个敏感的时刻又是特别的谨慎和小心，是不见兔子不撒鹰的。它们需要的是可靠和稳妥，而政府的方案又没法满足它们的这种要求和需要。

2009 年 8 月 4 日，被政府接管后的诺森罗克银行宣布，这一年上半年的税前亏损为7.3亿英镑，和头一年同期相比增加了24%。在这一时期，该银行的坏账和呆账资产总额已经高达 6 亿英镑，几乎是头一年同期的三倍。这么高额的呆账和坏账，意味着有很大的可能性，它们也会最后变成银行自己的亏损。

乐观的金融分析师们，总能够给悲观者一线希望。按照他们的解释，这个结果表明了公司经营业绩的好转。

任何事情都是相对的，没有比较的数字价值有限。如果和 2008 年下半年的情形相比，该行的亏损和坏账情况确实是有所好转：亏损下降了6%。配合这种“乐观”解读，该银行也开始为投资者制造乐观预期：它预计说，2009 年下半年的坏账规模可能和上半年基本持平，其后，有可能开始逐步减少。

虽然世界经济形势在 2009 年 8 月已经明显开始好转，同时，美联储主席还称，2009 年 9 月开始，很可能金融危机已经过去，美国经济开始进入缓慢的复苏期。但是，高失业率也还是一直在困扰美英等西方国家的一个大难题。也可能正是因为这个原因，在 2009 年上半年时，诺森罗克银行抵押贷款的违约率已经高到 3.9% 的水平，高于 2008 年上半年的 2.9%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英国政府采用了美国政府处理花旗银行类似的思路，在2009年下半年开始，计划将诺森罗克银行的资产分成“好”的和“坏”的两部分。那些传统的银行业务属于“好”的资产，那些风险很高的房贷债券品种，属于“坏”的部分。

从法律上来说，公司是没有资格分开好的和坏的资产的。每一位公司的投资者，都同时投资了整个公司，拥有整个公司的一部分。对于公司的债权人而言，公司的责任直到公司还有一口气存在时都必须履行。

不过，在这里，由于有英国政府背书，政府最后成为“坏资产”的担保人，所以投资者也不用在乎。更何况，政府还是主要的持股人，一般民众的持股量极为有限。这也相当于是政府自己的“私有”银行，它当然是想怎么办就怎么办。

这种处理呆账的办法，在中国国内也用过好多次。通过政府担保的方式来分离业务，有助于该银行继续生存下去，这实际上也是一件好事。不过，由于复杂的利益关系，该方案需要获得欧盟和英国政府相关机构的认可。英国政府相关部门的负责人说，在方案通过之后，英国政府将追加注入所必需的资金，来处理那部分“坏”的资产。

即使在自己面临危机的时刻，作为一家“国有银行”，诺森罗克在2009年还在坚持继续发放房屋贷款，不过，计划发放的数额已经从开始时的50亿英镑减少到40亿英镑。作为最早遭受次贷危机冲击的英国银行，还能够继续生存下去，已经很不容易了。这时候发放的房贷按揭的质量，应该是很高的，它们的违约率应该是非常小。即使在美国，在2009年9月的时候，虽然也还有不少银行在发放房贷，但是，审查明显严格很多，而且也费时很多。从一个极端走到另一个极端，美国人和英国人也是一样的。在这方面，地球人都有着同样的“个性”。

第二节　瑞银陷危机

2007年10月1日，瑞银（UBS）发表报告说，受美国次贷危机影



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响，该银行的亏损额超过了 40 亿瑞士法郎，约合当时的 30 亿美元。作为世界上规模最大的私人财富管理公司，资本规模和赢利能力在欧洲处于第二位的银行，瑞银在 2007 年时的营业额在 1,000 亿美元以上，全球雇员 78,000 余人。

从 2007 年第三季度开始，瑞银几乎是季季亏损。在 2007 年第三季度每股亏损 0.4 美元的基础上，在其后的两个季度分别亏损 5.59 美元和 5.19 美元。2008 年在 2007 年每股亏损 2.1 美元的基础上亏损高达每股 7.25 美元。按照 36 亿股的盘子来计算，这两年每股总共 9.35 美元的亏损就是 336 亿美元的亏损。而且，按照标准普尔公司的估计，在 2009 年，瑞银也还会有每股 0.46 美元的亏损，这又相当于 16.6 亿美元的亏损额。在 2004 年到 2006 年时，瑞银可是每年记录有 3 美元到 4 美元的每股赢利业绩的。不过，按照标准普公司的估计，到 2010 年时，瑞银可能会走上正轨，通过裁减雇员规模节省成本和处理坏账与呆账资产的成功实施，会给瑞银带来一个美好的未来。

瑞银在美国各地都开有分行，并且在世界上 50 多个国家和地区设有业务基地，在世界各主要金融中心，人们都能够看到它活跃的身影。由于在美国次贷债券上的投资失利，2008 年 10 月 16 日，瑞士政府决定向它注资 53 亿美元，以换取该公司 9.3% 的股权。这相当于给予该银行大约 570 亿美元的市值。这一救助行动，是在瑞银已经每股亏损 10 多美元之后进行的。看来，在接连四个季度的亏损之后，瑞银自己已经没有独立的生存能力了。瑞银的亏损，主要来自它的投资银行业务部分。

与此同时，瑞士央行（Swiss National Bank）还决定，通过发放长期贷款的方式，向该行购买价值高达 600 亿美元的不良资产，实际上也主要就是次贷债券类资产。2009 年 4 月 20 日，该行还以大约 25 亿美元的价格，出售了自己的一个分公司，为的也是筹集更多的资金。政府的救助和自己的自救配合，事后看来结果还不错。

瑞银作为世界上一家大的银行和投资银行，它的每一个动作，对于世界金融市场都有很大的影响。所以，有人说，对于这家银行的救助，得益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的将不仅仅是它的投资者，也不仅仅是瑞士这个国家的金融系统，而是整个的世界金融市场中的所有玩家。在这里，人们谈论的也还是一个市场的信心问题。

2008 年 10 月 3 日，在美国的雷曼兄弟公司宣布破产之后的第二个月，一直在大宗商品市场非常活跃，仅次于高盛、摩根士丹利和巴克莱的瑞银宣布，由于重新定位自己投行业务的需要，公司决定从贵金属以外的大宗商品市场全线退出。瑞银的这一动作，让业内人士感到惊慌，担心在还没有完全过去的雷曼破产风波之后，瑞银的动作会给市场带来难以承受的巨大冲击。在 9 月 15 日雷曼兄弟申请破产保护之后，各大国际期货交易所就中止了雷曼的交易资格。这一事件曾引发市场的恐慌，很多交易商选择卖出自己所持有的寸头，平仓观望。结果带来了国际大宗商品价格的狂跌。

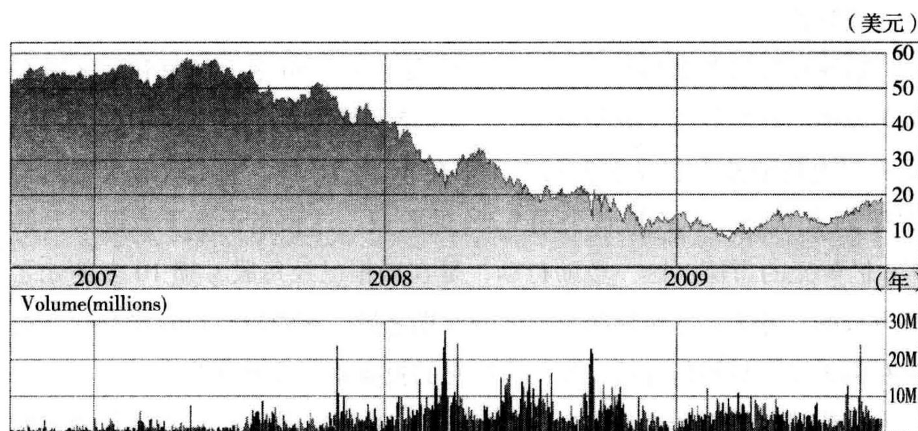


图 4—2：瑞银股价在危机前后的变化图

（图片来源：纽约证券交易所）

给瑞银带来亏损最大的，主要还是它的投资银行的业务部门。作为自救工作的一部分，精简投资银行部门和它的业务，就是瑞银必须做的工作。为此，它通过精简机构和缩减业务范围的办法来进行。按照瑞银自己



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的说法，由于次贷危机深化和全球性的金融危机的冲击，自己的投行部门决定裁减和退出一些业务，而将精力集中放在对证券、投资咨询业务这些公司具有核心竞争力的业务方面。

为了这个目的，公司将一方面调整固定收益、货币和大宗商品这三大业务部门的管理和经营结构，另一方面，将从贵金属以外的大宗商品市场退出。并且，公司还将大幅裁减房地产证券化及其交易部门。这个部门的业务在次贷危机发生之后，实际上已经下降得很厉害，按照高峰时组建的团队，现在实际上已经有着太多的"闲杂人员"，精简也是必要的。

在瑞银自己长期拥有竞争优势的领域，在外汇、利率和信用市场的业务方面，瑞银决定保存甚至加强。作为上述调整的结果，公司将在全球再裁员 2,000 人，加上自 2007 年第三季度开始以来所裁减的 6,000 人，公司的裁员规模达到 10% 左右。

实际上，瑞银从 2007 年次贷危机开始到这个时候，已经勾销了高达 442 亿美元的抵押证券坏账，这是当时欧洲银行单个而言最大的勾销规模。在这基础上，公司估计，在 2008 年的第三季度，瑞银可能还有"微利"。

从事后的结果来看，瑞银在第三季度获得的每股 10 美分的赢利，至少逆转了接连四个季度的亏损。不过，这也只是一个暂时的现象。从 2007 年第三季度开始到 2008 年第二季度的四个季度里，瑞银的亏损折合每股 12.3 美元。而且，这种"微利"之后还是继续的亏损。这也是为什么在 2008 年第四季度和 2009 年初的几个月，瑞银的股价一直在下降，一度跌到每股 8 美元之下。

2009 年 9 月中旬 18.6 美元的股价时对应的市值是 660 亿美元。到这时候，瑞士政府在 2008 年 10 月时的 53 亿美元注资，不到一年时间，还有接近 16% 的投资回报。

2009 年 4 月 15 日，瑞银宣布，在 2009 年第一季度的亏损为 20 亿瑞郎，公司所管理的资金在这一季度的流失高达 230 亿瑞郎。新上任的瑞银首席执行官奥斯瓦尔德·格吕贝尔（Oswald Grübel）宣布，公司再裁员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8,700 人，仅瑞士境内的裁员人数就有 2,500 人。

这位 1943 年出生的德国企业家，连大学都没有上过，是一个标准的在职训练出来的企业精英。他从 20 世纪 70 年代开始，在一家和瑞士信贷银行（Credit Suisse Group）合资的投资公司工作，2002 年时就做到了这家公司的 CEO。他的才干基本上是在边干边学中获得的。

在就职瑞银之后，按照他的计划，瑞银到 2010 年时，员工人数规模将被削减到 67,500 人。在 2009 年 3 月底时，瑞银在世界各地的员工总数还有 76,200 人。瑞银的裁员人数越来越多，已经远远超过了原来的计划。

按照瑞银公布的计划，节省成本开支，缩减预算，就是当时要做的主要工作。为此，管理层工资中超过同行平均水平的补助部分也被同时取消。在这些措施之后，公司的目标是在 2010 年底时节省 35 亿到 40 亿瑞郎。

作为世界上最大的客户资产管理公司的瑞银，能够获得这种称号和地位，它靠的还不仅仅在于它的专业管理能力，可能更为重要的还在于它一直以来的特殊地位：世界上最隐秘的私人资产的藏身之地。正是这种隐秘性，让它成为很多投资者和存款人的唯一选择。我们知道，在这个世界上，还有很多“黑钱”在流通，还有很多人基于见不得人的手段获得的大量金钱，也只有藏在瑞银这样的银行才可能安全。中立于政治，只对客户负责，一直是瑞银得以赢得这类特殊客户的基础。结果是，黑钱不断通过各种各样的渠道最后流进了瑞银的金库。

由于世界性的反恐、反毒、反黑和反腐败的政治和正义需要，外加各国政府给予瑞银的压力的加大，迫使瑞银逐步打开自己长期以来对政府和公众关闭的大门。金融危机的不期而至，在金融风暴中也站立不稳的瑞银，为了自己的利益，不得已而被动地不断削弱自己的这种特权。

在瑞银决定解密一些储户的账户之后，不少为了保密这一主要目的而将钱存放在瑞银的客户决定转走自己的资金。结果，瑞银在第一季度就因此而流失走 230 亿瑞士法郎，这些客户全部来自其国际资产管理部门。在这之前不久，瑞银还将 250 名涉嫌逃税的美国公民客户的数据交给了美国



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税务局，这种时间上的巧合印证了上述分析的正确性：在瑞银不再作为世界上害怕见天日的人的资产的藏身之地之后，瑞银的资金流失就是很自然的事情。而在这同一时期，美国的资产管理机构倒是吸收了160亿瑞郎的资金。也就是说，在瑞银没有“保密”优势之后，很多人选择直接在美国的投资银行投资自己的资金。这则从一个角度说明，如果仅仅就专业性而言，瑞银的优势并不是很大。

到2009年8月下旬，瑞银已经同意向美国政府提供4,450个美国公民账户的真实姓名和客户资料，供美国政府查税之用。这些账户涉及的资产高达180亿美元。根据报道，目前在瑞银开户的美国公民账户高达50,000多个。瑞银的这一账户解密的改革之举，是不是会带来客户资金的大举撤出，会不会因此而危及瑞士当地的经济发展，人们还在拭目以待。在这之后，瑞银就只能靠自己的业务水平和服务质量来赢得和留住客户了。在这里，瑞银还主要只是和美国政府的配合，实际上，世界上还有为数不少的来自其他国家的黑钱也还依然很隐秘地藏在瑞银的某些账户里面。如果有一天，瑞银能够像美国的银行那样，在必要时向政府机构披露相关人员的账户信息，那么，瑞银可能还得面临更大的客户撤离资金的压力。

这里有一个插曲值得提一下。在2009年2月时，在瑞银接连亏损高达200亿瑞士法郎，瑞士联邦不得不拿出60亿瑞士法郎来解救瑞银的时刻，该银行居然还给自己的员工发放了13亿瑞郎的红利。在消息传出之后，社会舆论给予瑞银的压力很大。按照瑞银的说法，这笔红利是为员工2008年的业绩支付的，这个数字和开始时的计划相比，已经低到不能再低了。原计划的数字是60亿。

对于员工来说，他们辛辛苦苦工作一年，错误又不是他们造成的，他们有理由获得必要的年终奖金。对于公司来说，如果没有有竞争力的奖金支持，很可能就留不住关键的公司雇员。虽然公司在大幅裁员，但有些雇员是必须保住和留住的。对于社会而言，公司既然需要国家注资来救助，就不应该再擅自发放除工资之外的任何奖金，美国的金融机构也是采取这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种办法。按照美国政府的要求，除非你先还清欠政府的钱，也就是欠纳税人的钱，否则，你就必须接受很多必要的制约和限制。政府才不管哪些员工对你公司重要和重要到何种程度以及你是不是有其他办法留住这些员工。政府视一家公司为一个整体，你公司里面的每一个员工都得为公司的错误行动付出代价。这样一来，就涉及很复杂的企业内部管理中激励和责任对称的问题了，而这里面又还有太多的没有解决好的机制问题。

到这时候，瑞银已经接受联邦及瑞士央行 680 亿瑞郎的救助。在面对 200 亿瑞郎的亏损时，作为业绩奖的年终奖金，是没有发放的理由的。很多人这么认为。

与此同时，瑞银还宣布，将要降低员工工资中的可浮动性部分，职位越高，这部分工资的下降幅度也就越高。2 月 10 日，瑞银还推出了针对高级管理人员的新的红利计划，该项计划将从第二季度开始实施，前提是银行重新获得赢利。而且，早在 2008 年 11 月，瑞银理事会主席彼得·库勒尔（Peter Kurer）和集团总裁马赛尔·罗内尔（Marcel Rohner）就代表银行的领导层，宣布放弃红利，直到银行再度赢利为止。

为什么在公司面临巨额亏损时还要不顾舆论的谴责而发放 13 亿瑞郎的红利？对此，一位经济伦理学家的解释是：银行家之所以追求高额红利，实际上并不仅仅是出于物质价值的动机，而是为了满足一种对于奢侈、浮华和虚荣追求的需要。对于他们来说，红利的多少象征着地位的高低和贵贱。对于这种地位的追求，对他们而言，远比对舆论的关注更重要。这种解释可能有一些道理，但它是不是最核心的原因，我有点怀疑。对于企业的管理者而言，他们的职位的安全性再重要，也没有他们能够获得短期实实在在的经济利益来得重要。因为，毕竟在资本主义的市场经济条件下，他们不可能处于一个丢了职位就没有饭吃的地步。创新出一种更有效率的激励机制，让企业管理者能够和必须更在乎自己所在企业的长远利益，是一个必须解决的问题。只是不知道这样的激励机制是不是存在。通过激励机制来诱导理性的个人服务于企业的长远利益，是一件很难做的工作，为了这种机制的设计成功，人类可以说已经是“江郎才尽”。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节 牛市掩盖一切

前面说过，从2007年初到2007年9月，世界金融市场已经发生了这许多的危机事件，这么多的警钟长鸣，应该能使人清醒过来的。可是，事实并非如此。相反，至此为止，人们还乐观地认为，次贷风暴已经告一段落，次贷引发的问题已经被及时制止，不太可能制造出一场危机。

在这种心态之下，人们当然也更不可能会想到，等待大家的将是一场百年一遇的金融危机。次贷危机的冲击，对实体经济的可能破坏，在当时也没有对美国的总统竞选造成很大的影响。没有多少人太在意①，或者说，当时没有多少人觉得值得那么大惊小怪，于是才有后来的大意失荆州的结局。

那时的总统选战中，次贷和可能的金融危机，好像还不是哪一位候选人特别强调的主要议题。伊拉克战争，在当时比经济议题似乎还要重要。对于经济议题的重视，是一年之后的2008年9月，雷曼宣布破产保护之后的事情。

你可以说是人们反应的迟钝，同时可能更应该看到美国政治家在公关上的成功。当时实际上很明显的危机冲击，硬是在他们各种各样的理由和解释之下，让人们觉得，不是一个需要太担心的事情。对于当时的成功危机公关的技巧和策略，也是一个值得人们深入研究的议题。从事后来看，最理想的结局应该是，一方面达到成功公关，稳定民心，同时，政府和金融机构积极配合，拿出切实可行的对策来将危机的影响尽可能压缩到最小，甚至借助已经赢得民众信心的时机，来治理好危机。现在看来，第一点成功的公关是做到了，在这种成功的公关之后，又自己将自己搞糊涂了，以为民众的反应就是理性的反应，就是对美国金融系统健康性“实质”的真实感悟。结果是错失了挽救危局的大好时机。

① 参阅：《奥巴马大传》（长江文艺出版社）和《奥巴马智取白宫》（崇文书局）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不久之后的 2007 年 11 月 2 日，全球股市再一次出现了全体暴跌，香港的恒生指数又下跌了一千多点。从标准普尔 500 指数的变化来看，一直到 2007 年 11 月初，到达 1549 点的高度之后，才开始了下行趋势。也就是说，以前的所有信号，都被市场给忽视掉了。没有人在乎即将到来的风险。

到 2009 年 9 月中旬标准普尔下降至 1,060 点，已经下降了近三分之一。要再涨回到那个水平，需要 50% 的增长。而 2009 年 9 月中旬的这个数字，还是在 2009 年 3 月数字基础上已经上升一半的结果。“牛市不言顶，熊市不见底”这句话，在这里倒是能够让人们体会到其中的部分味道：牛市时的过度勇敢和熊市时的过度胆怯，就是人类投资金融市场的最普遍心态。虽然每个人都知道这种心态是不好的，但同时，每个人又都会基于这种心态来做投资决策。

这样一直到 2007 年 12 月 12 日，次贷危机才开始引起各国的广泛关注。多国央行开始联手协作，以缓解次贷危机的影响和扩散。美联储、欧洲央行以及加拿大、英国和瑞士的央行参与了这项行动，这是自“9·11”事件以来，全球最大的一次联合经济行动。虽然有此利好消息，但股市实际上是已经开始了不可逆转的下行趋势。市场开始无视利好消息，这才是真正熊市时刻的开始。

在牛市时，市场忽视负面消息，任何负面的消息都会被乐观的投资者解读为暂时的、个别的。而在熊市时，任何的正面消息，也同样会被悲观的投资者解读为暂时的、个别的，是没有必要太认真对待的事件。如果在 2007 年初汇丰银行的警报开始鸣笛时，各国政府就开始采取行动，次贷危机会不会发展到后来破坏性那么大的金融危机，也是很值得人们去研究和思考的问题。

接下来的坏消息实际上是一个接着一个。在其后花旗银行所公布的财报显示，在 2007 年第四季度，它总共冲销了 181 亿美元资产，净损失高达 98 亿美元。这折合每股损失 1.99 美元。这和 2006 年同期的 51 亿美元的净收入相比，可以说是天壤之别。2006 年的那个赢利，相当于每股 1.03



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。也是由于如此之高的赢利能力，在2006年时，花旗的股价才能够得以在40美元到50美元之间游荡，在当时，那不过相当于10到12.5的市盈率而已。

花旗面临困境，对于花旗自己来说已经是非常明显的了。金融公司最怕的就是现金流的不足、流动性的不足。这两者虽然不完全是同一个概念，但毕竟是紧密相连。

面对危机，为了节省现金开支，花旗银行做出决定，将第四季度每股派发的红利，由先前的每股54美分下调至32美分。那时候，花旗的股价还在28美元左右，按照每个季度54美分的红利，相当于是7.7%的年度红利。之所以会出现如此之高的红利，是因为市场已经看到，公司不可能继续保持那么高的红利水平。当一个行业的公司开始同步削减红利水平时，通常就是那个行业已经开始萧条的重要指标信号了。

也就是说，股价是真实的，红利水平是不可靠的。作为投资者，如果你看到一家公司的红利水平特别高，很可能意味着，这家公司正面临着表面看不出的危机，而且，这种危机可能还会马上到来。一家公司有着“高红利”水平，可能意味着这家公司已经是一个很差的投资对象。在这里，作为投资者，至少你得做更深入的分析，看看这个高比例的红利是怎么形成的。即使是由于市场的原因，那么，公司的股价偏低的事实可能还会持续一段时间，短期赌股价大幅反弹是很危险的。

事实上，在那个时候，已经有不少的分析师在下调花旗银行的目标价，有人甚至预测说，花旗的股价有可能跌到一股20美元以下，一直到10美元附近。当时市场上也有不少人觉得，这种估计太悲观了一点。从事后的结果来看，这种估计不仅不是太悲观了一点，而是太乐观了一些。

实际上，花旗当时可能已经意识到自己所面临困难的艰巨性和长远性，也已经意识到，即使是每股32美分的红利，也是公司所不能承受的负担。但是，如果一下将红利减为零，市场的反应可能会更差，那也是花旗所不想看到的。

即使自己已经处于奄奄一息的状态，只要可能，花旗也选择能扛一天



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一天。让市场慢慢地消化自己公司的坏消息，就是当时最好的选择。这是一种理性地“管理”好投资者心态的策略。作为一家上市公司，如果只是简单地按季度真实地向股民公布自己的季度业绩和未来业绩预测，那么，你可能会出现很多麻烦，面临很多困境。公关博弈，在不违法的前提下，怎么样“玩弄（忽悠）”市场和股民，也是一门很重要的艺术。这种“忽悠”的结果，最终的失败者当然是股东和股民，作为上市公司的公关部门，你的工作就是让股民“死得”慢一点，“死”的过程中少一点能够感觉到的痛苦。或者说，用长长的小痛来替代短期的剧烈大痛。这听起来很残酷，也很可怕，但却是实实在在的事实。而且可能还是政府监管中很难限制的忽悠行为，很多投资者就是这种忽悠的牺牲品。

花旗财报公布后，欧美股市大跌。市场对于次贷危机给予美国经济的冲击，也更为担心。人们期盼着，美国政府会通过财政和货币政策来刺激经济成长。人们的预期得以实现，不过，效果却远没有期望的来得理想。

在巨额亏损的消息公布之后，花旗开始到处融资。市场将这视为一个利好消息，现在看来是一个非常奇怪和愚蠢的反应。这也是为什么，在其后的五月初，花旗股价一度跌到 20 美元以下之后，还能够很快反弹到 26 美元的原因。

根据法国巴黎银行策略师的分析，如果从好的方面来看的话，不仅花旗正在筹资对市场而言是个利好消息，同时，花旗 98 亿美元的冲销资产数额，低于此前预期的 200 亿美元，也是一个好消息。

分析师嘴上那两张皮就是不一样。当一个公司陷于流动性不足的困境，需要市场注资时，还可以是个好消息。当然，如果市场能够很慷慨地按照优惠的条件从花旗手上买下它想卖出的任何东西时，“应该是”可以这么“乐观地”解读的。那么，为什么当时的投资者不多几个心眼，从比较负面一点来想想呢。而且，市场为什么不仔细分析一下，人们对于花旗的筹资努力，是不是有着足够高的热情呢。

那时候的花旗说，自己将通过公开发行优先股以及私人配售的方式，筹资 125 亿美元。花旗还表示，将向几家外部投资者公开发售 20 亿美元



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的优先股，其中包括新加坡政府的投资公司、花旗集团前董事长兼首席执行官 Sandy Weill 及其家族等，预计共有 69 亿美元的资产注入。

2009 年 12 月 17 日，为了买回美国政府所持有的价值高达 200 亿美元的绩优股，并且终止和美国政府之间达成的亏损分享协议，花旗决定向金融市场发行 54 亿普通股外加 3,500 万个单位的"特别股份"（tangible equity units，强制性可转换债券）。普通股发行价为 3.15 美元，公司将因此而获得 170 亿美元，"特别股份"股价为 100 美元，公司因此将获得大约 35 亿美元。由于 3.15 美元的发行价低于美国政府注资时的价码，美国政府持有的股份将推迟到 2010 年才开始在公开市场出售。"特别股份"部分的投资者将获得年度 7.5% 的特别红利，同时还拥有在 2012 年 12 月 15 日时转换为 25.3968 到 31.7460 股普通股的权利。如果那时候花旗的股价能够上升到 5 美元，那么，这些特殊股的投资者就会有不错的投资回报。

这是美国历史上规模最大的配股案。到 2010 年 1 月初，花旗的股价也还在 3.5 美元附近徘徊。如果不是因为它的规模太大，担心金融市场无法承受它破产倒闭的冲击力，否则，这家曾经大名鼎鼎的花旗银行，就成为历史了。在这里，没有任何人会说，我们必须救助花旗银行，因为它有太多的优质资产。而且，我至今也没有从任何一个英文文献中读到，美国政府救助一家金融机构是因为它有太多的优质资产。听得最多的就是"太大不能倒"。

从后来的结果你不难看出，在华尔街忽悠你的时候，是在那些厉害的大鳄们高调进场的时候，如果你跟进，很可能也是一个很差的选择。

在那同时，美林也宣布说，将通过向多个投资者配售优先股的方式筹资 66 亿美元。这说明，美林证券也出现问题和麻烦了。看来次贷危机这个"猪流感"已经开始大面积流行了，接下来将是大面积的死亡。不过，金融市场似乎不是这么看的。

2008 年年底，是股神巴菲特接到电话最多的时候。他自己有一个手机，知道那个电话号码的人不多。至少，我不记得他曾经告诉过我。虽然如此，在那段时间，他手机的电话铃声可以说是响个不停。巴菲特虽然在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的未来，他不得不忍气吞声，花大价钱在最不应该收购的时刻收购了一家不应该收购的公司。

这种解释实际上很勉强：如果是为了公司的未来，在选择不收购美林证券之后，自己又不需要求助于美国政府注资救助，又能够有什么可以害怕美国政府给自己"小鞋"穿的？而在收购美林之后，沉重的财务负担，不是让自己更为被动吗？

同为投资银行的高盛，则成为为数不多的幸运者，通用电气公司也是幸运者之一。巴菲特注资通用电气，他自己说是因为喜欢该公司的经营方式，也就是通用电气的企业文化和经营风格。言下之意，巴菲特老人很早就看不惯花旗银行那种不要命的经营理念，也不喜欢美林证券的贪婪无忌。而且，即使成为幸运儿，通用电气和高盛它们为巴菲特的资金所付出的代价，也远高于美利坚银行在 2008 年时从全美金融公司所获得的。这就是巴菲特的与众不同，也是为什么他能够比别人多赚钱的原因之一。他也贪婪，与众不同的是，他对自己贪婪时机的把握很到位。

在无路可走的情况下，在可能找的财神爷都找了好几遍之后，花旗只好求助美国政府这个世界上最大的财神爷。这时候的花旗才明白，在这个世界上，什么叫做"富在深山有远亲"和"穷在闹市无人问"了。这同时也给自己提了一个醒：在自己经营顺利的时候，一定要多交几个在不同行业，以不同哲理经营企业的大佬，在紧急时候，可是得靠这样的人来救命的。在这方面，通用电气的杰克·韦尔奇就很"圆滑"和会来事。

做企业牛气冲天，实际上就相当于是在慢性自杀。

2008 年 11 月 23 日，花旗银行宣布说，由于次贷危机的影响，更由于它给公司带来的巨额投资亏损，经过和美国政府的协商，政府方面已经答应，在先前注资 250 亿美元的基础上，再向该公司注资 250 亿美元。与此同时，美国政府还将为花旗银行手里高达 3,060 亿美元的高风险债券提供担保。在正常情形，花旗在债券上出现巨额投资亏损时，美国政府是会要求花旗自己拿出追加的保证金，来确保自己在这些债券的投资上有着足够的保证金储备的。现在，花旗已经无力这么做，需要政府出面进行了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联邦法律对银行的要求，它已经是无力执行了。

表 4—1：美国银行按照资产的排名

（按照 2009 年 3 月 31 日的数字，单位：百万美元）

排名	金融机构名称	总部所在地	总资产
1	美利坚银行	CHARLOTTE, NC	2,323,415
2	摩根大通银行	NEW YORK, NY	2,079,188
3	花旗银行	NEW YORK, NY	1,822,578
4	富国银行	SAN FRANCISCO, CA	1,285,891
5	高盛集团	NEW YORK, NY	925,987
6	摩根斯坦利	NEW YORK, NY	626,023
7	汇丰北美控股公司	METTAWA, IL	401,825
8	TAUNUS CORPORATION	NEW YORK, NY	368,367
9	PNC 金融服务集团	PITTSBURGH, PA	286,472
10	U.S. BANCORP	MINNEAPOLIS, MN	263,624

在美林证券宣布，将因为次贷危机而出现大笔投资亏损之后，花旗也宣布说，自己的季度亏损在 80 亿到 110 亿美元之间。美国政府对花旗的救助方式，非常类似于美国政府对贝尔斯登和美国国际集团的救助。

实际上，早在 2007 年 4 月初时，花旗就已经意识到自己可能面临的困境。在 4 月 11 日，它就开始了裁员工作，期望能够通过节省成本来让自己渡过难关。不过，很不幸的是，最后花旗发现，事情远比想象的要严重得多。2007 年 11 月 4 日，面对糟糕的公司业绩，花旗银行的董事局主席兼 CEO 查理・普瑞斯（Charles Prince）被迫辞职。据说，他的辞职，当时是在来自美国政府的压力之下的被迫选择。政府方面认定，正是这位仁兄，在长期领导花旗银行采用高倍数的金融杠杆，来投资风险很高的次级房贷债券，而也正是这样做的结果，才让花旗银行最后不支倒地。

在获得政府的救助资金之后，花旗将自己的经营业务一分为二，一部分是传统的银行业务，一部分是风险比较高的房贷债券。后者的主要工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作，是通过逐步处理掉手头的高风险投资资产，来达到最后清除体内的毒素的目的。同时，通过分割来保护经营传统银行业务的核心资产。而能够做到这点，又是以美国政府的担保为前提的。因为，先前的债务和责任是整个花旗银行的责任，是不可以通过分割来“私下里”保存一部分的。

在 2007 年 3 月的时候，花旗银行还曾经是美国国内最大的银行。而到 2009 年 3 月 31 日时，它只能够排到第三位了（表 4—1）。我估计，很快，一贯经营保守的富国银行可能也会超越花旗银行。美利坚银行的地位则会让位于经营良好的摩根大通银行。

第四节 美联储的困境

面对越来越糟糕的经济数据，金融市场引发了对美联储会不会紧急降息的猜测。如果我们回过头来看看，当时市场的分析和心态，也能够从一个角度理解，为什么金融危机在实际上已经很明显的情况下，金融市场还在有意忽略，或者说没有给予足够的重视。

在 2008 年 1 月中旬时，美国规模和影响力都很大的一家共同基金管理公司里的一位资深经济师曾经发表评论说：美联储紧急降息的可能性不大，至少在 1 月 30 日之前的可能性不大。这位是这家规模很大的美国共同基金管理公司里面一位很有影响力的分析师。他的看法对于华尔街的投资者有着相当大的影响力，可以在一定程度和范围内影响股市的走向。严格说来，他还是一位说话很慎重的大师。许多投资者都很看重他的看法。他当时给出的理由是：

首先，美联储公开市场委员会在非常规会议时降息，在历史上只发生在危机特别严峻的时候。最近两次的这种类型的紧急降息，一次是在曝出经济减速最新消息之后的 2001 年 1 月 3 日，另一次是在世贸中心遭袭之后的 2001 年 9 月 17 日。

其次，一次性减息 75 个基点，也显得特别不寻常。美联储上次以这么激烈的幅度调低基准利率，是在 1982 年 8 月的经济萧条时期。在伯南

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克上任才两年的背景下，通过如此大幅度的紧急降息，美联储面临的风险非常之大。除非发生 2007 年夏天时，金融信贷市场突然紧缩那样的金融动荡，否则，贸然紧急大幅减息，可能引起市场对美联储控制能力的怀疑，造成恐慌情绪的深入蔓延。

他还说，虽然美联储紧急降息的可能性很小，但在月底的联储会议上，降息 50 个基点的可能性也还是很大。况且，美联储主席伯南克在几天前就已经表示过，基于最近美国经济增长所面临的风险，美联储已做好了必要的准备，将采取更多更为实实在在的行动，来支持美国经济的成长。这实际上暗示着，美联储已经准备好降息了。

他的意见，还得到了当时许多经济学家和金融分析人士的认可。从这个评论可以看出，市场对于金融危机的冲击力还是没有给予足够的重视。甚至觉得，这种危机的冲击力，都不应该和 2001 年 1 月、2001 年 9 月时的美国经济将要出现减速危险性时相比。

表 4—2：为刺激美国经济增长美联储一再减息

日期	增加（基点）	下降（基点）	利率水平（%）
2008			
12—16	…	75—100	0—0.25
10—29	…	50	1
10—8	…	50	1.5
4—31	…	25	2.00
3—18	…	75	2.25
1—30	…	50	3.00
1—22	…	75	3.50
2007			
12—11	…	25	4.25
10—31	…	25	4.50
9—18	…	50	4.75
2006			
6—29	25	…	5.25



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

日期	增加（基点）	下降（基点）	利率水平（%）
5—10	25	…	5.00
3—28	25	…	4.75
1—31	25	…	4.50

（美联储利率变化，数据来源：美联储）

结合事后的结果，再来看看他开始时的预测，还是有点意思。表4—2是美联储在最近几年对联邦利率的调整结果。从中我们看到，在2008年1月22日，美联储突然降低联邦基准利率75个基点，并且，在其后的1月31日的会议上再降低了50个基点。这种降幅远远超过当时人们的预期。1月22日的突然减息，在他的预料之外，是一件在他看来不可能发生的事。那些基于他的判断搞高倍数金融杠杆对冲的投机者，自然亏损巨大。1月31日的减息，在很多人的预料之中，不过，在1月22日的突然75个基点的降息之后，再来个50个基点的降息，倒也是在多数人的预期之外。

按照理性预期宏观经济学派的理论，政府政策的有效性，需要的就是这种不可预测性。在这一次，美联储看来是做到了。不过，从事后看来，还是没有取得足够好的效果，因为金融危机带来的经济衰退，还是没有通过美联储的一再降息来得以阻止。①

事后看来，这种做法不仅没有让人们觉得，刚刚上任两年的美联储主席“功夫”不到，反倒是让人看到，这位经济学家还不仅仅是书生一介，更是一个有着先见之明的行家儿。看来，任命他的人还是有点慧眼识珠的本领。如果没有美联储的及时和果断行动，次贷危机和金融危机对实体经济的冲击力和破坏性，可能还要大得多。

从这次事件，大家也能看到一点：如果可能的话，最好是不要自作聪明搞什么预测。预测在很多时候都是错误的，而在你做出错误预测的时

① 关于理性预期宏观经济学的详细深入分析，参阅《理性预期宏观经济学》（中国人民大学出版社1988年版）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候，你的预测甚至是你的为人，还很容易成为人们的笑柄。这也是为什么，被誉为“股神”的巴菲特极少做预测的原因。他知道，对于短期的事情，即使你预测对了，也没有太大的价值。而长期的东西，变数太大，碰运气预测成功的几率又太小。同时，老是搞预测，最后预测失败的几率肯定比成功的几率要大得多。

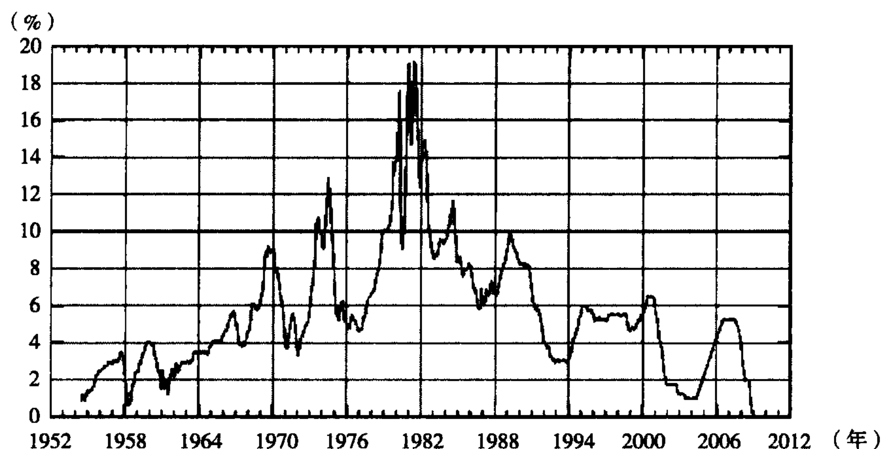


图 4—3：美国联邦利率变化图

（数据来源：美联储）

不过，前面说的那位资深经济师应该是靠搞预测吃饭的，即使他不想预测，由于工作的需要，也得给人们一种预测的东西。他可能也知道不可为而为之的道理。当时，为了挽救美国经济，除了市场关注的美联储采取了紧急行动外，美国众议院民主党领导人和共和党领导人，还在当时很“罕见”地达成了两党联手，来共同制定刺激美国经济增长的一揽子方案。

开始时，是民主党领导人佩洛西和共和党领导人霍耶，就推出刺激美国经济增长的方案进行了讨论。在那次讨论会上，他们很容易就达成了共识：将共同努力，推出一套能切实刺激美国经济增长的方案来。

会后，霍耶说，我们会很快行动，一项旨在刺激美国经济增长的方案可能将在一个月内在国会获得批准，并且很快通过立法。开始时，众议院



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的初步计划是，将 1,000 亿到 1,250 亿美元的政府资金，直接转移到消费者手中，用来提振美国民众的消费热情。

当时人们提出了很多可能的方案，虽然细节有些差别，但对于目标人群还基本上是统一的，那就是美国的中产阶级。事实上，这也是每一次大的美国经济刺激方案必须针对的目标人群，因为他们是美国的主体，也是政治家在政治较量中必须争取的主要对象。这充分体现了美国式民主政治的特点。

同时，考虑到危机中那些弱势群体的生活困难，在刺激方案中还特别强调了对于这部分人的帮助问题。也就是说，扶持的对象实际上是以中产阶级和低收入阶层为主。这句话的意思实际上也是说，基本上是人人有份，除非你太富有。根据当时提出的几个方案，核心点包括：以美国中产阶级为目标群体的减税计划，以刺激经济为目标的政府国内支出计划，特别是对弱势群体的扶持计划，这后者将以支付额外的失业保险金和对低收入者发放的额外的食品补贴为主。对于政府的直接投资这一块，还不是当时讨论的重点。

第五节 银行业伤痕累累

风声鹤唳，严冬来临，是 2008 年开始时美国银行业最好的说明。从 2008 年 1 月 15 日开始，花旗银行、美利坚银行和美林集团等几家大的美国金融机构，都先后公布了自己在 2007 年第四季度的业绩。大家几乎是以统一的口径在告诉这个世界：我们已经不行了，我们亏损太重，我们只有靠裁员和卖掉资产，并且祈求上帝的开恩，看能不能渡过目前的这个难关。

在 1 月 15 日花旗银行宣布它在 2007 年第四季度的损失为 98 亿多美元之后，花旗银行的解释是：这种亏损，是因为公司投资次级抵押贷款和其他高风险债券不当的结果，宣布将因此注销 180 亿美元的呆账资产。《纽约时报》在当日的报道中说，花旗注销如此大笔的债务所付出的代价，比它在 2007 年其他几个季度的全部盈利加总还要多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，从标准普尔评级公司所给出的数据看，在2007年全年，在盈利抵消亏损之后，花旗还有相当于每股77美分的盈利。根据彭博新闻社的分析，花旗银行的亏损，是20世纪90年代以来遭受如此惨重损失的第一家美国银行。

面对如此巨额的亏损压力，花旗银行计划通过继续削减每股分红，并同时寻求外部投资者，希望借此筹得145亿美元，来渡过危险期。在这计划里的145亿美元中，有125亿美元将来自发行可转换证券，募资对象包括科威特投资管理局、一支由新加坡政府投资的基金、美国新泽西州，还有一位沙特阿拉伯王子。

即使如此，也还是有分析师认为，花旗银行在短期内恐怕还是无法解决次贷危机造成的资金不足的问题：花旗银行未来一年内可能需要200亿到300亿美元的现金注入。在2007年11月时，花旗银行迫于信贷危机压力寻求投资，还从中东国家获得了75亿美元的注入资金。沙特王子曾经是花旗最大的个人股东，也因为花旗的经营失败，而亏掉了上百亿美元的个人资产。

一直信赖花旗的沙特王子，一直以长期持有而自豪的这位投资者，算是从花旗身上学到了血淋淋的教训。记得有好几次，从美国电视新闻中，看到这位仁兄在那里侃侃而谈自己在花旗银行的投资。虽然他的英文让人听起来有点别扭，但他的自信和他作为最大的股东之一的地位，还是让不少对投资花旗有兴趣的人，不得不认真地听他所做的每一次分析，虽然我自己没有一次能够听出什么有价值的名堂来。他在花旗身上注入了巨资，最后也被美国人好好地忽悠了一回。

按照2009年8月底出版的《阿拉伯商业杂志》(Arabian Business)所公布的沙特阿拉伯富豪排行榜，作为花旗集团最大个人股东的沙特王子阿尔瓦利德(Al—Walid bin Talal)，虽然在2008年因为金融风暴损失了部分个人财富，但在2009年时他也还是沙特最富有的个人。该杂志社引用来自阿尔瓦利德旗下投资公司阿拉伯王国控股公司(Kingdom Holding Company)的资料估计，阿尔瓦利德的资产价值大约为163亿美元，比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年时的 171 亿美元略少一些。这个时候，阿尔瓦利德依然拥有花旗银行 5% 的股权[①]，如果按照 2009 年 10 月中旬每股 4.85 美元的股价计算，花旗银行的市值是 1,110 亿美元，低于 2007 年 5 月底时 55 美元左右股价的十分之一。即使按照 10 倍计算，那时候的市值是 11,100 亿美元，5% 的价值就是 550 余亿美元。这个价值的 90% 就是 500 亿美元。也就是说，这位王子在花旗银行上的投资，从 2007 年 5 月底到 2009 年 10 月中旬，投资损失高达 500 亿美元，这个数字远高于他自己目前还拥有的 163 亿美元资产。

阿尔瓦利德是已故国王法赫德・本・阿卜杜勒・阿齐兹的侄儿。根据人们的说法，他是一位投资得法，靠自己的能力在逾 2,000 名沙特亲王中脱颖而出，成功自我打造出来的亿万富翁。在 1980 年从美国加州旧金山市一所大学毕业获得学士学位之后，他就返回波斯湾，以 100 万美元左右的遗产作为种子资金开始，采用巴菲特的价值投资理念四处投资，很快累积起巨大的个人财富。

在当年，阿尔瓦利德投资了他认为股价被低估的企业，例如苹果公司、新闻集团和时代华纳等，其中也包括在 1991 年时挣扎在破产边缘的花旗银行。1991 年时花旗的股价在 2 美元多一点，其后在波动中缓慢上升。花旗股价的真正腾飞是从 1994 年年底开始的。其中除了 1998 年 7 月份之后有一次暴跌外，基本上是一口气冲到 2001 年年初的接近 60 美元的历史最高点。其后的花旗就开始大起大落，直到今天股价跌至不到 5 美元。在 2009 年 3 月份时，花旗的股价还曾经一度跌到 1 美元以下。

按照价值投资者的逻辑，在股价被高估时，或者在股价已经不是被严重低估时，往往就是应该卖出的时刻，其后等待机会再买入被市场低估的股票。也就是说，王子先生应该在 50 美元附近时卖出花旗股票，在这个一美元附近时再大量买入。不过，他似乎是非常喜欢花旗银行，很多次表示要终身坚守。

① 记得最高时他的个人持股要远高于这个比例。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多投资大师说过，在金融投资领域，唯一的免费午餐，就是分散风险。虽然巴菲特看上去和讲起来是在将所有的鸡蛋都放在一个篮子里，但是，如果你仔细分析一下他的投资规模和投资的情况，你不难发现，他实际上也很看重分散风险的。在分散风险的同时，尽可能不要去冒那些不值得冒的风险，就是投资长期成功的根本。在花旗股价高达 50 美元时，这位王子将 550 亿美元的资产压在花旗一家公司上，这个数字和今天他所拥有的 167 亿美元的资产相比，说明“鸡蛋不能放在一个篮子中”。看来，在这方面这位沙特王子还是太过于自负了一点，不过，美国人喜欢这种自负的个性，这给他们提供了获利的机会。

和同样对金融股兴趣浓浓的巴菲特相比，和巴菲特长期喜爱的富国银行和运通公司的股价业绩相比，看来，王子大人在金融市场的博弈游戏中，还是一个“后生之辈”。富国银行和运通公司，在今后十多年里，很可能还是一个很好的投资对象。至于花旗银行，还是等几年再见功夫吧，虽然花旗的股价现在还很低，市值也相对比较低，但是，它的质量也同样比较低。它的盈利能力和盈利水平，应该是没有太多的机会在今后和富国银行的对垒中占到多少便宜的。一个公司的文化是几十年慢慢形成的，是长期浸泡的结果，是很难在短期内改变的。而公司文化和管理风格，又会在很大程度上制约和限制了一家企业的盈利能力和长远发展。

事实上，花旗在其后的业绩也是继续血淋淋、大出血：在 2008 年又给自己的投资者带来了每股 4.72 美元的亏损。当时人们估计说，这种亏损可能还会继续到 2009 年。这种预期不幸被言中。虽然在 2009 年第二季度获得了每股 53 美分的盈利记录，但是，它账户上的呆账资产依然庞大，同时公司账户上的资产也还有继续贬值的可能性。

在花旗银行之后，美林集团和美利坚银行等其他金融机构，也公布了 2007 年第四季度的业绩，它们都因为投资抵押贷款不当而损失严重。美林集团作为全球最大的券商，在 2007 年 10 月时就曾经给市场吹过风：由于投资房贷抵押贷款失利，公司第三季度可能会亏损 22 亿多美元。该公司的董事长兼首席执行官斯坦利·奥尼尔，在那之后也因此而提出自动辞



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

职。而到了2007年第四季度，美林证券面临的亏损变得更为严重。根据当时彭博新闻社的估计，亏损规模可能在150亿美元。同时，投资银行高盛公司的分析师则预计说，美林集团将不得不因此而注销115亿美元的债务。

美利坚银行也出现了亏损，但是，规模相对而言要小一些。如果它当时做事慎重一点，精明一些，可能危机给予的机会，确确实实能够帮助它，让它变得更有竞争力。但是，它不仅没有借助于危机提供的机会强壮自己，反倒是一次次跳进了别人设下的陷阱。

在次贷危机引发经济衰退，让大家普遍担心之时，也有一些分析人士和企业认为，危机是“危”和“机”的并存。美国人很喜欢说，一些人的困境，往往意味着另一些人的机遇。所以说，在如此之大的次贷危机面前，暗藏机遇应该是肯定的。问题是，怎么样找到机遇，又怎么充分地利用好其中的机遇而自己不被伤着，就是一个很有技巧的问题了。

这和战场上的包围和反包围有点相似，你可以包围对手，同时，对手也可能会反包围你。打埋伏是一个出奇制胜的好办法，但是，搞不好还是可能会被对手利用和打败。

纽约一家对冲基金的经理鲍尔森，看到了次贷危机爆发的可能性，借助于危机带来的高违约率的出现，在2007年为自己赚到了37亿美元的利润，他成为借助危机机遇最成功的个人和对冲基金。从2009年9月底时的结果看，高盛公司看来也是危机中利用机遇很成功的一家企业，富国银行看来也是。

在2008年时，“财大气粗”的大银行利用危机中对手的虚弱，举起了自己手中的猎枪。美利坚银行也是一样，选择绝地反击，先是大胆地收购了深受危机困扰的全美金融公司。其后，又更为勇敢地兼并了美林证券。这两次收购，特别是对美林证券的收购，几乎将美利坚银行拖到破产的地步。

全美金融公司是美国最大的抵押贷款公司，在2006年前9个月放出的抵押贷款，在全美规模最大，总共发放900多万笔贷款，总价值高达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.5 万亿美元。和许多类似的房贷公司一样，这家公司为了自己获得更多的经济利益，向消费者推荐了很多风险较高的贷款，而这些贷款最终又给公司自己和市场带来了高比例的违约率。在次贷危机爆发之后，该公司不仅因为自己的“职业道德”问题而饱受批评，而且，自己也被折腾致几乎破产。

就是在这种背景下，全美金融公司找到了美利坚银行，后者很高兴地在 2007 年 8 月斥资 20 亿美元，以每股 18 美元的价格收购了全美金融公司大约 16%的绩优股股份。其后不久，美利坚银行又宣布，将收购全美金融公司的全部股份：以 0.1822 股美利坚银行股份交换 1 股全美金融公司股份，将后者股价定为每股 7.16 美元。

对于这次收购的是否明智，见仁见智。为了 7.75% 的绩优股利息，和 18 美元的行权价格，购买全美金融公司的股票，市场认为付价过高。以 41 亿美元的总价码收购这家濒临倒闭的公司，市场认为是吃力不讨好。事实上，和后来巴菲特给予通用电气、高盛公司和豪华摩托车制造商哈利·戴维森的价码相比，和摩根大通收购几家公司所给出的条件相比较，美利坚的付出确实是太大。很多人这么说。

可是，对于作为美利坚银行当家人的首席执行官肯尼思·刘易斯来说，这笔收购是“千载难逢”的机遇，况且，此时的价格也非常吸引人。

当人们问到，在次贷危急时刻，这种价码的兼并，是不是暗含很多、很大且难以预测的风险时，这位牛人说：有挑战的地方才会有机遇。

不管他怎么高调，在那个时候，看好金融市场前景的投资者和分析人士并不是很多，站在他一边支持他的人就更少了。况且，按照当时期货市场体现出来的投资者对未来的预期，美国不动产市场可能还有至少三成的价值下跌可能性。这无疑会对全美金融公司的资产价值带来很大的下跌压力。

不仅如此，按照正常的逻辑和历史的惯例，在如此之大的次贷危机之后，接下来的，将是更加恶化的信贷环境。而且，危机所带来的不良债务，将不仅局限于住房抵押贷款，还可能很快蔓延到信用卡消费、汽车贷



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款、助学贷款等各个现代市场。而在这些领域，每一家银行都卷入很深。

为了弥补资金紧张的不足，很多银行在那时候都选择通过提高利率来吸纳公众存款的办法，我记得，在那么一阵，银行给出的定期存款利率接近 6% 的年利率水平。这样做的结果，在很难通过放贷获得更高利率收入的情况下，无疑又压缩了以后银行的获利空间。一环环下去，就是一个大的恶性循环。

根据在 2008 年 8 月中旬时能够得到的数据，花旗银行在次贷危机中受伤最深，损失也最大，高达 551 亿美元。而对于整个全球金融机构，在次贷危机中所遭受的投资损失，按照当时彭博社做出的统计，从次贷危机开始到那时候，全球各大银行和券商减记资产的金额已经超过了 5,000 亿美元。花旗一个银行的损失，就是全球全部损失的十分之一，这个结果让很多投资者不敢相信自己的眼睛。并且，资产减记还不仅仅局限在次贷债券和一般的房贷债券投资上，还已经波及更多的债券和信贷产品类别中。也就是说，危机的冲击已经开始扩散，相当于是癌细胞已经开始扩散。这让人更加紧张和害怕。

按照各大银行所遭受的损失规模来排序，受次贷打击最大的依次是花旗集团、美林债券和瑞银集团，它们的减记和损失分别为 551 亿美元、518 亿美元和 442 亿美元。它们哥儿仨加在一起，所承担的损失是全球全部损失的三成。

人类有一个很特别的天性，就是喜欢预测未来事件。虽然预测一次次不成功，但是，做预测的人还是依然乐此不疲。在次贷危机发生之后，在很多人预测各个金融机构和各国政府可能采取的对策之后，又有不少的人开始预测和估计，危机可能带来的亏损规模。在 2008 年 4 月时，国际货币基金组织曾经预测说，全球银行由于次贷危机所造成的损失，可能在 5,100 亿美元，这个数字是当时多数私营咨询机构给出的 1 万亿美元的一半。到 2008 年 8 月时，银行业已经提前“达标”，完成了 5,000 亿美元的亏损数量。很显然，还有更多的亏损等在后面。于是乎，“聪明”的经济学家和金融分析师们又开始很理性地调高自己的目标数字，有人甚至将它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调到2万亿美元的水平。

整体亏损规模在那个时候实际上没有多少意义，只是辛苦了那些在努力抬高数字的人。不过，面对自己账户上一再升高的亏损，各家银行和金融机构开始寻找资金，来满足资金储备和流动性需要方面的要求。由于受到资产减记的影响，到那时候，银行和券商已经筹集到3,530亿美元。虽然如此，和正常需要相比，也还有1,480亿美元的差额。那时候，找到现金成为一件很困难的事情。有钱的“大老板”不是不多，问题是，即使有钱，在这个时候也都在观望，期望获得更好的价钱和回报。对于他们而言，不管你过去有着多么显赫的名声和实力，现在，你是将自己放在旧货市场在和我谈价码，那么，你就得按照旧货市场的常规，给个有点自知之明的“合理”价格吧。这和“虎落平阳被狗欺”实在是没有多大的区别。

顺便提一下，在那个时候，“应该”是与美国的次贷危机没有任何关系的中国的金融机构，特别是那几个为数不多的国有控股的商业银行，也在巨亏者的名单上榜上有名。中国银行被排在第43位，减记损失额为20亿美元。

第六节　富国银行虎口夺食

2008年9月29日，面对巨亏的花旗银行，应该采取收缩战线的战略方针，变进攻为防守，保住已有地盘，休养生息才对。可是，在大规模阵地战中损兵折将、一败涂地的花旗军团，却采取反其道而行之的战略方针，不顾将士的疲劳和武器弹药供给的严重不足，决定继续攻城略地。期望通过以攻为守的战略，来为自己挽回颓势。

面对551亿美元的亏损，花旗的领导人决定继续收购那些市场上的“倒霉蛋”。这时候的花旗，丝毫没有意识到，实际上，自己就是这场次贷游戏中最大的“倒霉蛋”之一。那时候，它盯上了美国第四大银行美联银行（Wachovia），打算趁机将这个银行收编到自己的旗下。

花旗对美联银行的收购，是花旗和美国政府之间的一次合谋行为。这



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:'958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候的美国政府，也非常乐意帮忙花旗和任何一个哪怕自己只有一点点资产，可以被用来救助金融市场上任何一个落水的同伴的金融机构。美国的银行都是由联邦储蓄保险公司来担保的。在次贷危机这么大的金融危急时刻，联邦储蓄保险公司可用的资金到最后肯定是不够的，在用完联邦储蓄保险公司自己手里的资金之后，美国政府就不得不出面，来用纳税人的钱补任何存在的窟窿了。

在这种情形下，如果有私营的金融机构能够帮助美国政府补一补窟窿，哪怕只是出一点补窟窿的布料，美国政府都会很高兴。由于利益的相依性，同病相怜的美国政府和花旗这样的金融机构就走到了一起。这就是金融市场上博弈的特点：在风平浪静的日子里，对手之间以对垒为主，在危急时刻，大家则以“惺惺相惜”为荣。

正是基于这种原因，在 2008 年 9 月 29 日，花旗集团对外宣布，它已在联邦储蓄保险公司的协助下，与美联银行达成了一项原则性的收购协议：花旗集团将以换股和接收对方所有债务的方式来进行，美联银行的股东在兼并完成之后，将获得花旗银行相当于 21.6 亿美元价值的花旗银行股票，与此同时，花旗还将接管公司旗下价值高达 510 亿美元的公司债券。

兼并完成之后，花旗就是美国国内基于存款总额计算最大的银行了，它在美国国内的总存款额将高达 6,000 亿美元，市场占有率将上升到 9.8%。如果从全球来看，总的存款额将高达 1.3 万亿美元。花旗将获得美联银行银行部门价值超过 7,000 亿美元的资产和相应的负债。花旗方面说，为了这次兼并，花旗将以普通股新发的形式向市场融资 100 亿美元，同时，将削减季度红利到 16 美分的水平。在兼并和这些融资措施完成之后，花旗银行的 Tier1 资本率将为 8.8%。

按照合约，花旗银行将承担美联银行账户上所持有的 3,120 亿美元的投资债券中不超过 420 亿美元的亏损，超过的部分将由美国政府的 FDIC 来承担。也就是说，花旗银行在收购美联银行之后，它只会承担所吸纳的 3,120 亿美元房贷债券中不到 13.5% 的可能亏损。如果这笔巨大的债券出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现高于13.5%的价值贬值，那么，高于这个13.5%的部分，就应该由美国政府来买单了。作为补偿，花旗银行将给予FDIC价值高达120亿美元的兼并之后公司的绩优股和购股权证。

按照FDIC的官方消息，这场交易是在一个特殊时刻的特殊交易，交易的细节事先都是基于和美国政府相关部门深入细致的讨论之后确定的。在金融危急时刻，这种行动对于保持市场对银行业的信心非常重要。

而根据《华尔街日报》的报道，在最后的时刻，美联银行是同时和花旗银行与富国银行就兼并事宜进行协商的。只是它没有说明，为什么最后是花旗“出线”，而且再之后又是富国银行出高价来抢夺花旗银行的口中肉。当时，西班牙的一家银行也对收购美联银行兴趣很大，但是，美国政府对于外国银行在美国本土的如此大规模的收购兴趣有所防范，这家银行由于过不了政府审批这一关而最后放弃。不过，从上述数字看，政府的那笔120亿美元价值的绩优股可能是一个不错的“投资”，它相当于是美国政府向花旗出售了一笔CDS，花旗则为此向政府支付了120亿美元的“保险费”，并且，政府又同时用这笔保险费购买花旗的绩优股，获得不错的利息收入。如果花旗能够就此最后存活下来，政府的这笔投资也会获得不错的回报。只是苦了美联银行的股东。

美国联邦储蓄保险公司将为花旗的收购提供财政上的支持和亏损上限的保障。在兼并完成之后，对于那笔高达3,120亿美元的房贷债券，花旗将首先承担该债券可能导致的大约300亿美元的损失。而在其后的三年时间里，花旗还将负责每年不超过40亿美元的相关损失。其余的部分，完全由联邦储蓄保险公司承担。这有点像是在说，花旗为了收购美联银行，从美国政府那里买了一份“财产”保险，对于这份保单，花旗有一个Co-Pay（相当于中国看医生时每一次必须付的挂号费）。

简单计算一下，如果花旗能够从这笔房贷中获得6.75%的年利息，13.5%的最高损失也就是相当于两年的利息损失。同时，如果花旗能够从这笔房贷按揭中获得每年1%的管理费和服务费，那每年也有31.2亿美元的进账。美联银行的其他资产，应该是没有太多风险的比较传统的银行



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产。在排除了次贷债券之后的传统银行资产，应该是非常有价值的部分。为了那一部分，花旗的代价只是区区 21 亿美元，而且还是用自己的股票置换的。也正是在算了这么一笔账之后，花旗觉得，对美联银行的兼并，很可能不仅不会成为自己的负担，而且还有可能成为救活花旗自己的灵丹妙药。那时的花旗上层，在实实在在做着这样一个美梦。

按照花旗集团自己的说法，它收购美联银行的协议，已经得到双方董事会的批准。不过，协议的最终生效，还需要美联银行股东大会的表决，需要美联银行多数股东的认可，这种表决必须完成的最后期限是 2008 年 12 月 31 日。正是这个“不过”，让花旗的对手有机可乘，而且还顺利得手，将花旗银行自己口里的肉给夺走了。老到的花旗也会吃这样的亏，是人们很难相信的。其实，那时候的花旗银行也只是有着庞大的花架子，内部空虚的花旗战斗力自然有限。

花旗的收购价格到底是高还是低？回答这个问题要看你从哪个方面来衡量和计算。按照比较常规的计算方法，花旗的全部花费是 141.6 亿美元，其中 120 亿美元是支付给 FDIC 的。作为回报，花旗获得了美联银行账户上 4,480 亿美元的存款，就这部分而言，花旗的代价不到存款额的 4%。对于花旗来说，兼并的价值来自两个方面：在花旗流动性极为不足的时候，这笔稳定的 4,480 亿美元的存款意义非凡，这是其一；再者，按照 2007 年初以来最大的 25 笔银行兼并案来计算，平均支付的价码是被兼并银行全部存款的 24%，这又远高于花旗支付的 4%。即使按照更为保守一点的算法，包括花旗可能要面临的 420 亿美元的未来亏损，花旗的全部付价也只有 561.6 亿美元，相当于 4,480 亿美元的 12.5%，相当于类似兼并的一半左右的出价。花旗的 CEO 当时也在公开场合表示说：这场兼并给花旗提供了一个非常罕见的低风险高收益的投资机会。

以为已经成功收购美联银行，志得意满的花旗银行，这时候彻底忘了“螳螂捕蝉，黄雀在后”的哲理。在最后时刻退出的富国银行，也一直在观察和分析花旗银行对美联银行收购的合理性问题，自己在那个最后的晚上没有答应兼并美联银行的要求，是因为当时有太多的未知因素自己得先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

搞明白。在冷静的思考之后，在对花旗银行的得意之形的仔细观察之后，富国银行感觉到这确实是一个罕见的低风险高回报的投资机会。于是乎，已经决定对收购美联银行没有兴趣的富国银行，很快又秘密地派出了自己的谈判代表，很神秘地开始了与美联银行高层的接触。结果是，原本期望通过收购美联银行，让自己成为美国最大零售银行的花旗，没有想到的是，在几天之后，自己原本以为已经成为口中肉的美联银行，却被富国银行给抢走了。

10 月 3 日，富国银行对外宣布，它也将用换股的方式，来兼并美联银行。富国银行的出价是：为每股美联银行的股份支付自己 0.1991 的普通股，没有任何附带条件。按照当时富国银行在头一个交易日的 35.16 美元的收盘价，收购价码在 151 亿美元。在 2008 年 10 月 2 日，富国银行的股价在 35 美元到 37.66 美元。兼并消息出来之后，富国银行的股价是高开低走，在 3 日那天最高为 38.95 美元，收在 34.56 美元的低位。其后是好几天的走低，一直到 30 美元附近，其后是反弹。很有趣的是，在富国银行公布要和花旗银行抢食美联银行之后，花旗的股价也从 20 美元一股好几天的持续走低，一直跌到 13 美元附近，跌幅高达四分之一。

比较一下两者的出价很有意思：花旗的出价对于美联银行的股东而言相当于每股 1 美元，对于花旗银行的股东而言，相当于出价 141 亿美元。富国银行的出价对于美联银行的股东而言相当于每股 7 美元，是花旗出价的 7 倍，而相对于花旗的实际出价而言，只是高出 10 亿美元。花旗对美联银行的兼并实际上是和政府合作进行的，而且还是美国政府出了大头（120 亿美元），自己出了零头（21 亿美元）。而富国银行的兼并则是自己一家的行为，得益的也只能是美联银行和富国银行的股东，承担风险的自然也是他们。而且，还有非常重要的一点是：花旗银行已经是一个病猫，美联银行和一个病猫成家立业，未来的前景能有多好？而富国银行则不同，它在金融危机中受到的冲击极为有限，危机的发生还让它变得更加强壮，和这样的对家过日子，未来似乎是阳光明媚的。

为了这次收购，富国银行将发行 200 亿美元的新股，基本上都是普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通股。

在花旗银行的兼并消息公布的前夕，美联银行的股价跌到 2 美元以下，其后又反弹到接近 4 美元。这说明市场不是太看好花旗银行的兼并，认为出价太低，花旗兼并成功的可能性不高，否则股价就会在 90 美分左右停住的。在富国银行兼并美联银行消息公布的那个星期五，美联银行的股价开门就突然上升到 6.53 美元，说明市场认为富国银行兼并成功的可能性很高，或者至少说明，美联银行的股东应该获得类似于富国银行那样的出价。虽然在这时候，花旗银行已经在“法律上”被“认可”收购了美联银行。

对美联银行的兼并，对于今后打算在美国市场从事银行兼并的中国金融机构，是一个值得认真研究的案例。

富国银行的参与，让花旗银行很气恼。但是，面对富国银行富有的钱包，昔日的巨人也没有多少能够让自己挺直腰杆说话的资本。在其后，美联银行发言人在给美联社的一封电子邮件中说，美联对花旗银行放弃干预美联与富国合并持欢迎态度，并称与富国的合并符合股东、雇员、创始人、退休人员甚至纳税人的最大利益，而且不会对联邦储蓄保险公司资金造成风险。知道自己肯定与美联银行无缘的花旗银行，则认为自己有足够的法律依据，以违约为由来控告美联、富国银行及其高管。

那时候，花旗银行的领导还在说：当初如果没有我们愿意介入来收购美联银行，成千上万亿美元的资金将面临威胁。当其他人都袖手旁观时，是我们及时伸出了援手。但是，现在，我们的股东却被不公正、不合法地剥夺了收购机会。

花旗的这几句话很有意思：开始时是有人求我来做收购工作，因为有人面临困难和承担不起风险。我们帮了人家的忙，同意并且完成了收购的所有工作，但是，现在我们的这个权利又被无情地剥夺了。

按理，富国银行在开始时是应该有机会参与竞标兼并工作的。按照花旗的意思，在开始时，你富国银行也没有胆量出来承担一点“社会责任”。现在，你觉得是一块肥肉，就出来抢食了。不过，这句话似乎只是说对了一半，因为富国银行付出的代价远高于花旗银行给予的，而且，富国银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还免除了政府的所有责任。富国银行动作慢了一点，可能的解释是：富国银行没有“足够多的”财务分析人员。或者说，富国银行做事比较保守，不想贸然出击任何对手，特别是在这个特殊的时刻。“宁停三分，不抢一秒”就是当时富国银行的主策略。

2008 年 10 月上旬，在富国银行周五宣布收购美联银行之后的那个星期天的晚上，花旗集团与富国银行举行了谈判。谈判是在美国政府施加压力之后进行的，美国政府希望两家银行能就收购美联银行一事达成和解。知情人士说，这番努力可能会令美联银行最终被两家竞购者瓜分。

由于美联银行与花旗有协议在先，花旗就通过法律程序，期望能够阻止美联银行的交易。在第二天，也就是周六的晚上，花旗成功地获得了法院发出的指令：富国银行不得在法院作出裁决前收购该银行。法院将在几天之后的周二召开听证会，决定花旗和美联银行之前签署的协议，是否对富国银行的参与有着排他性。

在那个星期天晚间花旗和富国银行的谈判中，讨论的主要内容，是花旗期望至少能够获得部分的收益：和富国银行沿地理分界线瓜分美联银行的 3,346 个网点，其中花旗获得该行位于东北部和大西洋沿岸中部区的网点，而富国银行则将东南部及加州的业务据为己有。富国银行还将获得美联银行的资产管理和经纪业务。周末的谈判由联储局高级官员主持。知情人士说，财政部也参与了谈判，不过由于财政部长鲍尔森与美联银行总裁斯蒂尔的关系密切，鲍尔森主动要求不参加。

10 月 3 日，美联银行公开宣布，将取消先前所说的和花旗集团的兼并计划。与此同时又宣布说，公司已经同意将自己旗下的所有资产作为一个整体出售给富国银行。至此我们可以看到，花旗和富国银行的谈判没有获得花旗想要的结果。对此，花旗集团不仅提出了抗议，而且还向纽约州最高法院提起了法律诉讼。结果，纽约州最高法院发出了禁令，在最后结果出来之前，富国银行与美联银行的兼并事宜不得继续，并且，还要求所涉及的三家银行在其后的 10 月 10 日到法庭接受听证。

对于花旗的行动和法庭的反应，美联银行的发言人说：美联银行相



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信，自己与富国银行的兼并协议不仅符合相应的法规，而且也有利于股东利益的维护。

如果看看当时市场的反应，也很有意思。富国银行是在 3 日股市开门之前，宣布兼并美联银行的消息的。消息公布之后，花旗银行在 3 日的当天交易中，股价收于每股 18.35 美元，较前一个交易日下跌了 18%，创下 20 年来花旗股票的最大单日跌幅。相反，美联银行的股价在当天暴涨 59%，收盘在每股 6.21 美元。离富国银行的每股 7 美元的出价还有一定的距离，原因在于，市场可能会下调富国银行的股价，再者，还有一个时间价值。更重要的，还有一个不能说服花旗银行放弃的风险。不过，市场似乎是在说，这笔交易成功的几率很大。

富国银行的股价在当天下跌了 1.7%，收盘于每股 34.56 美元。这个结果不仅说明市场认可了富国银行的兼并行动，而且，觉得它的出价也还算公道。否则，就会是大跌（付价太高）和大升（付价太低）。

虽然花旗银行的收购计划曾得到美国政府明确支持，而且，也是美国政府撮合的“婚姻”，但当初是因为美国政府没有其他的选择，并不是美国政府真的很喜欢花旗，很愿意花旗完成这笔交易。不让自己承担风险，美国政府当然开心。让美联银行的股东多得点实惠，自己做个顺水人情，对于政府方面而言，又何乐而不为。

而作为收购方的富国银行，它的董事长在当时强调了两个好处：兼并不需要纳税人花一分钱；两家银行有着相近的企业文化和经营理念。这后一句话的意思是说，我们之间还有缘分，志趣相投。这样一来，花旗就没有任何优势可言了。

不过，直到这个时候，美国政府方面还是必须玩弄一点政治游戏。对于当时的“三国”混战，美国联邦储蓄保险公司主席表示，在联邦政府对富国银行提出的交易计划审核完毕之前，联邦储蓄保险公司将一直站在花旗银行这一边。

而美联储在 3 日发表的一份声明中则说：对于富国银行刚刚提出的兼并方案，我们还没有来得及进行认真仔细的审核。很快，联邦监管部门将会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与当事各方紧密沟通和合作，以确定获得一个有利于各方的完整方案。

联邦储蓄保险公司和美国政府其他部门也只是说说而已。当初是联邦储蓄保险公司在求花旗出面，来帮助自己处理美联银行。现在，富国银行全部承担一切责任，联邦储蓄保险公司只有得没有失。表面上表示一下态度，支持花旗银行，在情理上也是应该的。再者，虽然花旗银行有合同，但是，那份合同是需要股东认可的。

股东怎么可能放弃一个150亿美元的“尊贵”，去接受一个21亿美元的“打发价”！再者，富国银行的实力和质量，已经是花旗所没法相比的。后来的事实也证明了这点，金融危机已经让花旗集团伤筋动骨，花旗这个昔日的巨人，是不是有重振雄风的那一天还很难说。

花旗的股价一度跌到97美分，富国银行一度跌到7.8美元。按照大家的这个最低价来评估，花旗给予美联银行的价格是1亿美元的样子，富国银行给予的大概是26亿美元。在2009年中旬时，花旗的股价回升到4.5美元左右，而富国银行的股价则回到了28美元。相比之下，美联银行在这时候获得的价码分别是4.9亿美元（花旗）和94亿美元（富国银行）。

看到这个一年之后的结果，美联银行的股东当然会笑得开心，睡得安稳。而且，假以时日，几年、十几年之后，富国银行还会给它的股东带来理想的投资回报的。

如果连病入膏肓的花旗，都觉得兼并美联银行能够给予自己更大的生存机会，那么，在富国银行旗下的美联银行的资产，焕发青春的机会也将更大。从花旗的判断看，美联银行不是一个病猫，而是一个得了点感冒的壮年老虎，它将使富国银行如虎添翼。

从数据看，在成功完成对美联银行的收购之后，富国银行的资产总额将上升至1.42万亿美元，上升至全美第三的位置。同时，兼并之后的富国银行，它的营业网点的数量，也将上升至10,761个。

兼并完成之后，富国银行预计说，美联银行和它的问题贷款，可能会给自己带来740亿美元左右的亏损和资产减记。不过，保守的富国银行首席财务官说得比较含糊一点：目前公司还不清楚，在交易完成时会遭受多



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少亏损和资产减记，以及会有多少亏损和减记额被计入未来几个季度的财报。不过，有一点是清楚的，在兼并完成之后，新公司的一级资产比率将下降至 7.5%，低于富国银行兼并之前 8.2% 的水平。一级资产比例是被用来衡量一家银行财务稳健程度的一项重要指标，美国的监管机构一般会要求银行一级资产比率保持在 6% 以上。很多银行为了做到保守一点，会有意识地保持更高一点的比例。

第七节 美联银行败落的原因

2008 年 10 月 10 日，美国联邦反垄断监管机构批准了富国银行的兼并计划。随后，美联储也在 12 日开绿灯放行。危急时刻美国政府部门的运行效率奇高无比。美联储在公告中说：自己已经和美国司法部以及银行监管机构就该兼并事件进行了接触，它们已经明确表示“对交易获批没有异议”。我们之所以缩短审查期，是考虑到目前金融市场所面临的紧急形势和美联银行自己不得不面对的严峻的财务困境。在这个敏感、特殊的时刻，特例特办，兼并交易将在五天之内完成。

按照 2008 年 7 月下旬公布的结果，美联银行在第二季度亏损 88.6 亿美元，相当于每股亏损 4.20 美元。亏损出现的主要原因，是由于债券资产的贬值，给公司带来的 61 亿美元的投资资产减值。

为了保留足够的流动资金，公司决定削减红利支出，季度普通股的红利将被削减到每股 5 美分，仅仅这一笔，就能为公司每季度节省大约 7 亿美元的资本支出。与此同时，公司还停止了批发抵押贷款业务。经过调整之后，公司第二季度的每股亏损为 1.27 美元，远高于市场所预期的每股亏损 71 美分的平均值。

2008 年 9 月是个多事的月份。在作为同行的华盛顿互助银行被美国政府接管，并且随后低价卖给摩根大通之后，市场担心美联银行将获得同样的命运。26 日那天，投资者人心惶惶，在美国政府的 7,000 亿美元救市计划在国会受阻的消息传出之后，股市被打压，美联银行的股价也在当天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一度下挫27%。但是，在其后《纽约时报》传出花旗有兴趣兼并美联银行之后，人们又开始信心满满，股价也出现反弹，部分收复早盘的失地。那时候的美国股市也是一个消息市，市场上充斥着投机者，股价上下波动幅度很大。

对于美联银行来说，在次贷危机中，拖累它的，主要还是它所持有的1,220亿美元的变动利率房贷抵押债券。而这部分高风险资产，又是在两年前收购一家公司时所获得的“副产品”。只是没有想到，这么一个副产品，居然带有如此之强的“毒性”。

2006年时，美国地产泡沫达到顶峰，看着那些“小字辈”们轻松赚大钱的样子，美联银行和一些其他的大银行一样，受不了，忍不住，熬不过。结果，在2006年，以242亿美元的价码，收购了一家位于加州的主要从事抵押贷款的金融公司——金西部金融公司。作为收购的副产品，美联银行同时接收了后者账户上的变动利率房贷债券。变动利率房贷按揭，是次贷危机中违约率最高的房贷按揭部分之一，美联银行手握1,220亿美元这样的债券，自然在危机来临时要为此付出高昂的代价。

按照美联银行自己的说法，这笔资产给自己带来了大约144亿美元的投资损失，它被美联银行的CEO称为“烫手山芋”，而且还是无法脱手的“山芋”。

美国的金融机构，也和青少年的消费行为一样，喜欢相互攀比。摩根大通公司借华盛顿互惠银行的困境，在2008年9月以19亿美元的低价，收购了华盛顿互惠银行部分业务。结果，摩根大通一举超越花旗集团，成为美国最大的零售银行。

为了保住自己的帅座，也为了像摩根大通一样趁机讨点便宜货，花旗才给美联银行出了一个21亿美元的价码，表面上看起来比摩根大通在华盛顿互惠银行身上花的还多，而实际上，两者是不太可比的，关键就在质量的不同上。从理性上讲，按照花旗银行当时的财务状况，兼并其他的金融机构，在那个时候想都不应该想。而且，即使是兼并，从结果看，也主要是在搞“空手套白狼”的把戏。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美联银行的问题，实际上就在那个“烫手的山芋”上。美联银行由于没有事先估计好这个“山芋”的危害性，结果让自己濒临破产，花旗银行自然能够从中吸取教训，这也是为什么，它要求美国政府保证自己的底线的原因。

按照花旗的如意算盘，成功兼并美联银行之后，美国最大零售银行的宝座就会又回归到花旗手里，一举多得，自然是最好的生意了。

2008年10月22日，美联银行又公布了亏损239亿美元的三季度财报，这已经是次贷危机以来该银行的第三个亏损季度了。239亿美元的亏损，折合每股11.18美元，和头一年同期的16亿美元净利润（合每股85美分）相比，不能不让人寒心。

剔除一次性损失的部分，调整之后的季度每股亏损为2.23美元，远远高于市场预期的每股2美分的损失。该季报还显示，自己在零售银行、中小型商业客户业务部分的利润，也下跌得很厉害，从头一年的15亿美元，下跌了43%降至8.57亿美元。除此之外，自己在这一季度还面临高达187亿美元的亏损减记，其中包括预提的48亿美元存款准备金。如果亏损继续恶化，自己将需要更多的资金来增加存款准备金部分。而在市场流动性基本冻结的情况下，要获得更多的现金，又谈何容易。从这个角度看，美联银行面临着和华盛顿互惠银行类似的问题。不同的是，华盛顿互惠银行自己有着法子折腾，创造了很多呆账和烂账资产，而美联银行则是“一不小心”从他人手里接下来很多烂账和呆账资产。华盛顿互惠银行是自作自受，美联银行是被人感染。

美联银行又称瓦霍维亚银行，是在2001年时美联银行与瓦霍维亚银行合并的结果。这是一家经营业务很广，覆盖面积也很大的一家大银行。它是美国国内从事零售、经纪与公司客户金融服务的最大金融机构之一。该公司的资产总额在金融危机前夕一度为5,068亿美元，市值高达803亿美元。在2005年时，股东股本还有465亿美元。它的经营主要有四项核心业务：普通银行、资本管理、资产管理和投资银行。它在美国十五个州和首都华盛顿特区设有3,277个分支机构，它就是通过这些地区办公机构，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来为普通居民消费者和企业客户提供金融服务的。同时，它还在美国之外开展了很多金融业务。通过尽可能全面的金融服务，覆盖尽可能大的地域范围，是当今美国大的金融机构的经营特点，也是当时美联银行的经营目标。

收购美联银行之后，富国银行到底是不是获得了预期的结果？不少人怀着好奇在问这个问题。如果我们将时间的镜头推向 2009 年 9 月，基本上可以看出一点名堂。9 月中旬，富国银行发布公告说，截至 2009 年 6 月 30 日为止，该行有 158 亿美元的贷款未能产生利息收入，约占自己全部贷款的 1.9%。没有产生利息收入，说明这部分贷款已经成为呆账，借款人已经停止支付利息，甚至停止归还本金了。

按照富国银行总裁兼首席执行官约翰·斯坦普的说法，该行账户上房贷按揭借款人逾期未支付贷款的数量还将会继续增长，美国房地产市场的紧缩状况还没有完全终结，还将在今年剩余的几个月内，继续给自己的利润带来负面影响。

好消息是，与收购美联银行相关的房贷按揭部分的贷款本金损失，很可能低于此前预估的 79 亿美元。到目前为止，我们已经豁免了 18 亿多美元的本金余额，也就是说，有 18 亿美元的按揭本金已经被自己勾销，成为已经实现的死账。除此之外，我们目前正在进行对抵押贷款协议的适当修改工作，在这之后，严格得多的贷款要求估计会有助于降低未来的亏损额度。

通过收购美联银行所获得的变动利率抵押贷款的规模，已经降到 890 亿美元的水平，目前，在这笔贷款中公司所面临的风险也已经有所改善。变动利率房贷按揭，允许借款人推迟支付利息的时间，但前提是必须按时支付每月规定的本金部分。美联储将联邦利息保持在历史上的最低位，这对于这一部分借款者是一个非常好的利好消息。低利率让变动利率的借款者得以节省大量的利息开支。不过，也同时因为利息率的过低，对于美国消费者喜爱的 30 年固定利息按揭贷款，银行没有任何发放的积极性，除非联邦政府能够通过两房之类的金融机构将这样的贷款买走。银行不愿意



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做，是因为这种贷款短期无利可图，长期将在美联储调高利率之后面临亏损，也没有任何好处可言。

主要是因为收购美联银行的拖累，在2009年春季的银行风险测试之后，富国银行被要求追加137亿美元的资本，富国银行通过各种不同的办法满足了这种要求。而对于该银行所接受的来自政府TARP项目的250亿美元的贷款，富国银行计划将在适当的时机在对股东利益最有利的情况下返还给美国政府。政府的这笔投资还是能为纳税人赚到钱，不应该有风险。用富国银行CEO的说法就是，对于美联银行的兼并，一切都在按照预期计划进行，而且，被兼并的美联银行部分还在一定程度上增加了雇员规模。在目前这种利率极低，消费者消费保守的情况下，银行所面临的最大挑战，就是很难找到能够长期盈利的业务。商业短期贷款（Credit Line）信用账户一直是银行很重要的收入来源之一，现在这部分的使用，消费者也很慎重了。

按照美国的会计准则，富国银行可以将所收购的美联银行的按揭贷款中的962亿美元归类为呆账资产，也就是很可能会产生“血本无归”的亏损资产。而这之中的409亿美元，又可以作为“已经发生”的亏损计入公司账户上。显然，既然亏损迟早要发生，早计入账户上，早产生税收上的好处：抵消一部分所获得利润部分的税收负担。到2009年年中为止，公司账户上已经记录的409亿美元的亏损中，已经实际发生的数额为38亿美元。

如果最终实际发生的亏损远低于预估的，那么，这个差额就会最终成为富国银行的一部分资产。如果这部分资产数额比较大，那就相当于公司获得了一个巨大的“天上掉下来的馅饼”。很多精明的投资者就是通过发现这种“馅饼”来投资银行而获得巨大的投资收益的。在过去，巴菲特也是通过发现这种“馅饼”的存在，而投资富国银行并且还获得过很大的投资收益。现在，他也还是富国银行的最大股东，或许，这一次他又是估计对了。一直到这个时候，富国银行的CEO也只是说：这方面的亏损还会继续增加，不过，实际结果和我们的预期基本一致。他的意思也就是

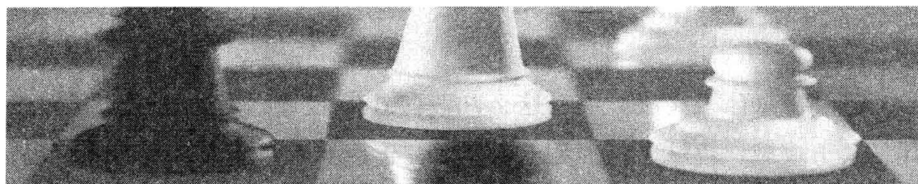
 

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，还没有什么特别好的能够让人值得惊奇的消息。他的这种说法可能比较保守一些，富国银行的保守经营理念，也是让巴菲特看重的最重要部分之一。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五章
攻心为上，攻城为下
——华尔街的忽悠

2007 年的美国，虽然面对一次次小波小浪的起伏不断，但是，毕竟暴风雨还没有到来。严格说，人们还没有意识到飓风来临的前兆。在这种平平和和的日子中，大家迎来了新年的钟声。世界股市也在这一年结束了波澜壮阔的牛市行情。虽然到年终时有所调整，2007 年对于整个世界来说，也应该是一个大吉大利的年份。

遗憾的是，这种喜气并没有给 2008 年带来多少幸运。在 2007 年许多迹象的基础上，人类开始了难得一见的金融海啸。2008 年将被历史永远记住，因为，它是一个灾难年，一个由于人类自己的贪婪所制造出的大灾大难的年份。而且，2008 年上半年，还是一个以忽悠为主旋律的时刻。美国各界人物纷纷出场，同台献技，展示自己忽悠他人和自己的水平和功夫，其中也有巴菲特老人。

不少人在问，为什么每一次危机，遭受损失最大的都是普通的百姓？在我看来，政府机构在危急时刻为了稳定人心而忽悠民众，就是导致这种结果的主要原因之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记得在《孙子兵法》中有这么几段："上兵伐谋，其次伐交，其次伐兵，其下攻城。攻城之法，为不得已。""善用兵者，屈人之兵而非战也，拔人之城而非攻也，毁人之国而非久也，必以全争于天下，故兵不顿而利可全，此谋攻之法也。故用兵之法，十则围之，五则攻之，倍则分之，敌则能战之，少则能逃之，不若则避之。故小敌之坚，大敌之擒也。"这些话说的是在军事对垒中智慧使用的重要性，硬攻蛮打和"软攻"智取所付出代价的不同以及收获的差异。

实际上，在金融战场的对垒中，在国家与国家的经济博弈中，相互忽悠，并且共同合作一起忽悠普通投资者的事情，时时刻刻都在进行和继续。作为投资者，如果你只是按照名家、百年老店的精英们讲出的故事和判断，政府机构和国家领导人给你的形势评估判断，来进行投资决策，最后你获得的结果可能很惨。

人们常说，"信心比黄金还有价值"，在金融危急时刻，这句话对于期望救市成功的政府而言没有错。它们需要你我这样的大批投资者持有信心，即使你所持有信心的基础已经不存在了。因为，只有大家都这样做，它们才能达到目的，虽然最后遭受巨大损失的会是普通投资者。国家的利益和个人的利益，国家与国家之间的利益，在很多时候是相互矛盾的。作为投资者，我们应该明白怎样对付对方的"攻心为上"。[①]

第一节　评级机构的忽悠

2008 年 1 月 4 日，美国银行业协会的资料显示，消费者信贷违约现象加剧，逾期还款率升至 2001 年以来最高。在其后的 1 月 17 日，由于次贷按揭债券给投资者和金融机构带来的亏损严重，评级机构开始觉得，自己原来给予的评级标准有问题。很多投资者，包括个人和机构投资者，在

① 这一章谈论了很多比较细节一些的东西，对于部分读者，可能觉得啰嗦了一点。不过，对我这个在金融投资领域戏水多年的人来说，金融市场决定胜负的很多时候还真的是取决于对细节的关注。仔细回味一些重要的历史细节，再想想自己在当初为什么会那么容易被人忽悠成功，也是非常有价值的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基于它们的评价标准进行投资之后，发现自己所面临的风险，远高于评级机构所“意识到”的风险。在这种情况下，标准普尔评级公司开始对债券保险商用新的、调整过的风险评估方法来做重新评定。

也就是说，到了这个时候，次贷危机已经对金融业形成明显冲击的时刻，作为指导投资者投资方向的评级机构，才突然“发现”，那些为债券提供保险的保险公司，也可能面临巨额亏损的风险，也才意识到，它们过去所使用的评估方法有着很大的缺陷。

谈到评级机构评估方法的问题，这已经不是第一次闹出娄子了。记得在互联网开始热炒的时候，在很多“.COM”公司开始扎堆上市的时候，面对那为数众多的没有盈利甚至连营业收入都没有的IT企业，那些还在“快乐地”烧着投资者大笔金钱的新兴“科技”公司，华尔街一时之间傻了眼，不知道应该用什么样的指标来衡量它们的价值。那时候的评级机构，只是觉得这样的公司“应该”有很多价值，但是不知道这个价值的评价标准到底是什么。在这种心情的驱动下，评级机构自然不会亏待和委屈这些新兴的“精英”们。于是乎，就有人很“聪明”地想出了一个按照“点击率”来计算“无形资产”的法子。

按照传统的投资理论，投资者投资一家公司，是为了该公司的某种价值。这种价值对于那些价值投资者而言，就是公司的赢利能力，也就是公司的实力和基于这个实力获得的长期价值创造能力。这种内在的价值，从历史的数据看，也是决定一家上市公司股价长期走向的最核心要素。[①]

当然，也有不少的短线投机者，他们看中的是一些短期内能够拉动股价的“价值”，像政策变动、突发事件、股民一时的“热情”等，这些东西一般来说没有多少长期价值，但是至少在短期内，能够让不少投机者觉得，那就是拉动股价变化的因素，因此是指导他们投机方向的指南针。很显然，这里面也存在着一种价值：值得炒作的价值。

对于那些没有收入，没有营业额，也没有实实在在的产品，但却有点

① 关于上市公司价值评估的详细分析和估计方法，请参阅《价值投资》（崇文书局2009年版）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

击率的 IT 企业，人们期待的是：这些点击率很快也将变成厚厚的绿钞票。还有人居然能够从点击率“计算出”可能的未来营业收入和利润。华尔街的想象力就是这么丰富，你不得不佩服。结果是，很多期待的、臆测的东西最后没有成为现实。大量的以它们为价值衡量尺度的投资者，最后变得一穷二白，被人忽悠和被自己制造的麻醉剂麻倒。

在这次的次贷危机中，出现的实际上也是类似的问题：华尔街对很多新的金融产品价值的衡量方法，最后被证明是不可靠的，风险评估所基于的理论有缺陷，而且还是严重的、致命性的缺陷。①

作为投资者，当我们基于华尔街那些大名鼎鼎的评级机构的评价来进行投资决策时，特别是对于新兴行业投资机会的评估时，是该多几个心眼才行，不然的话，就容易被它们忽悠，最后吃亏的还是自己。历史还会重演，很可能下一次就会发生在今后十年的时间里。不要太高估人类认识自己错误和从中学习的能力，从上次的互联网泡沫中被评级机构的忽悠，到这次次贷危机中被这些机构的再次忽悠，其中的间隔也不过十年左右的时间而已。到 2008 年年初时，美国的经济数据已经开始显示，在过去十二个月中新建房屋的数量，已经下降了 14.2%，年总量为 100.6 万户，为 16 年来的新低。也就是说，美国的房市 2007 年就开始降温了，而且还降得很快。同时，新房市场也跟着在开始降温。

房市和与它相关行业的繁荣，是带动美国经济繁荣的最重要部分之一，是拉动美国经济向前行进的火车头。火车头不动，或者叫开始减速了，美国经济的下滑就会为期不远，投资者基于这种逻辑，开始担心股价太高的问题。2008 年 1 月 22 日，亚太区的股市，由于投资者已经预感到不好消息出现的可能性，在美联储公布降息消息之前，就在投资者恐慌的抛盘之下开始大幅下挫。其中，香港的恒生指数当天下跌了 2,061 点，以点数来计算，是历史上的最大跌幅。也是在这天，美联储破例，紧急降息

① 关于这方面的详细分析，参阅《危机与败局：金融风暴根源解密》（商务印书馆）。在那里，我对债券投资中的风险为什么会被普遍低估，华尔街所使用的风险评估的理论基础的缺陷做了很深入的分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

75 个基点。

美国房市的继续降温，意味着次贷危机在向更为恶化的方向深入。

为了便于读者理解，我在下面的几节里，介绍几个相关的金融概念，这些概念对于理解这次金融危机非常关键。

美国评级机构所说的，那些给债券提供保险的金融公司，也就是那些给债券投资者提供信用违约掉期产品的保险公司。为什么债券市场的危机会导致供应信用违约掉期产品的保险公司出现投资风险，这得从债券和信用违约掉期产品之间的关系来说明。

这里所说的债券，实际上主要指的是 CDO（Collateralized Debt Obligation），即担保债务凭证。这种债券的特点是，它所提供给投资者的现金流（每个月获得的现金收入）的可预测性比较高。说到底，就是一种形式的贷款。由于借款人会按照一定时期给你支付利息，有时候还包括一部分的本金，所以，你作为投资者，比较容易预测到每个月你从那份债券投资中所获得的现金收入。

担保债务凭证是一种有抵押（担保）的贷款，而且还是由很多类似的有抵押的债券组合而成的一种组合债券。通常的做法是，金融机构，通常是投资银行，将从贷款机构获得的、拥有定期现金流的“小额”债券资产，汇集在一起构成一个组合资产，然后再将这个组合资产进行一些风险分类方面的处理，按照不同的风险类别转卖给不同风险偏好的投资者。在这里，投资银行相当于一个零售商，它从不同的渠道进货，获得很多不同种类的商品（债券），然后将它们放到一个商店里，按照某种风险分类摆好。消费者则从它那里购买与自己风险偏好相吻合的投资“商品”。

按照华尔街的做法，只要是能够定期产出现金流的资产，都可以作为证券化的标的，被合成证券在市场流通。

从理论上说，构成担保债务凭证的那些组成单位的“小个体”债券，可以来自不同的背景和渠道。收益比较高的公司债券、新兴市场的公司债券和国家债券、银行的汽车贷款和房贷及学生贷款等，在华尔街眼中，都是比较理想的“生产”担保债务凭证的“基础原料”。有了这些“基础原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

料”，华尔街就可以搞来料加工，并且还能够很容易地卖给来自全世界的投资者。

担保债务凭证和传统的资产支持债券（ABS）还有一些不同。资产支持债券的组成个体，可以延伸到信用卡应收账款、现金卡应收账款、租赁租金等许多非债务范畴。而担保债务凭证的组成个体，则只能是债务。

最早的一笔担保债务凭证，是在 1987 年由德崇证券（Drexel Burnham Lambert）代一家银行发行的。不久之后，这两家金融公司都以破产为结局。这种不幸似乎也在暗示着担保债务凭证可能带有的“霉运”。十年之后，在资产抵押综合类证券市场中，担保债务凭证已经成为成长最为迅速的债券产品品种。而 2001 年李祥林的高斯相依函数模型的发表[①]，为担保债务凭证的风险评估提供了理论基础，使担保债务凭证证券的快速定价成为可能。由此，将担保债务凭证市场推向了一个新的高度。后来的事实证明，金融危机的出现和蔓延，在很大程度上，问题就出在这个快速定价上。快速就意味着草率，而草率搞出来的东西，居然还有那么多的人买账，也说明了华尔街在营销手段上，实际上就是忽悠投资者的水平的高明。

最近几年，担保债务凭证市场的发展速度很快，一度成为投资银行甚至是商业银行最赚钱的经营领域。正是由于参与者太多，在问题出现之后，受到伤害的金融机构也太普遍。根据相关机构给出的数字，在 2004 年时，全球担保债务凭证的当年新发行量，就已经达到 1,574 亿美元。而在 2005 年时，则更是达到 2,718 亿美元，几乎翻倍。到 2006 年时，全球担保债务凭证发行量达到 5,206 亿美元，又在头一年的基础上增加了 92%。其后开始下降，但在 2007 年时也还有 4,816 亿美元的规模。

所谓信用，也就是一个人或者公司的信誉的数量化。而在金融方面一谈到信用，很多时候则是与借钱和贷款有关。而借钱，就是在使用金融杠杆，借钱人在利用他人的资金来为自己谋取利益。这种利益可能是消费，

① 参阅《危机与败局：金融风暴根源解密》（商务印书馆），那里有很深入详细的理论分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也可能是投资。一个人在没有足够抵押的情况下，如果还能够借到钱，靠的就是自己的承诺，也就是信誉。而且，这种承诺还被对方接受了，因为，只有人家相信你时，你的信誉才有价值。这种没有抵押的借款，贷出的一方面临的风险最高。

很多时候，人家借钱给你，是需要你拿出抵押品的。人们借钱搞按揭买房住，借款人的抵押就是所买进的房子。应该说是房子的一部分。为了控制风险，贷款给你买房住的银行，会尽可能要求你支付高一点的头款。

美国次贷危机的问题就在于，很多借钱买房子的人，所支付的头款不够高。当美联储持续提升利息来抑制过热的经济增长时，不少已经通过按揭买到房子的人，发现自己的收入没法让自己继续扛下去。同时，又遇到了美国房市的大幅降温，几年甚至几个月之前高价买入的房子已经成为负资产，又没有继续扛下去的必要。于是乎，大量的按揭“房奴”就选择违约，停止支付房贷。结果，那些贷款给他们买房子的人，就不得不接手作为抵押的房产，而这又是价值已经缩水很多，同时也很难处理掉，并且处理起来还很费成本的“垃圾”资产。

由于按揭贷款已经被发放贷款的银行或者通过投资银行，制成了债券，也就是以房贷为基础的担保债务凭证，卖给了投资者。于是乎，那些投资者就面临投资亏损。

贷款给他人，即使有抵押，也可能因为抵押品价值缩水太快，或者因为经济大环境发生变化，让抵押品的价值难以实现。对于这种可能的风险，华尔街在一次次的折腾之后，发明了一种叫做“信用违约掉期”的新产品，来为债券投资者提供安全保障。在债券市场价值大幅缩水之后，提供债券价值保值的保险公司，自然就有责任来承担亏损的赔偿责任了。这就是为什么，评级机构在看到债券市场大面积的持续价值贬值之后，觉得应该警告投资者，那些提供信用违约掉期的保险公司将出现投资亏损的原因。

信用违约掉期是目前国际债券市场使用非常广泛的一种信用衍生合同。在信用违约掉期的交易中，违约掉期的购买者，将定期向违约掉期的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖出者，支付一定费用，相当于保险费，被称为信用违约掉期点差。而一旦出现信用违约事件，也就是说，那些借钱的人违约不偿付规定到期的本金和利息，违约掉期的购买者，就有权利要求掉期的卖出者，按照该债券（参照资产）当时的面值，支付违约掉期的购买者。

信用违约掉期是将投资参照资产所可能面临的信用违约风险，从信用保障的买方（信用违约掉期的购买者），转移给信用保障的卖方（信用违约掉期的卖出者）的交易。

如果用投资债券——担保债务凭证——来说明，那么，一个投资ABC债券的投资者，在借款人违约不还钱的情况下，如果你已经向一家保险公司购买了一份信用违约掉期，那么，这时候，你就没有必要去承担借款人因为违约而带来的投资损失，因为这部分损失将全部由卖给你信用违约掉期的保险公司来承担。为了获得这份保障，你的代价就是支付一定的保险费。从这个角度看，信用违约掉期就是一种类型的保险产品。

应注意到，这里的违约造成的损失，可能还不一定就是购买信用违约掉期的买方所遭受的损失，它是合同规定的价值的损失。

因为，在买方购买一个参照资产（比如一个房贷按揭债券的资产支持债券）所对应的信用违约掉期时，他可能并没有投资这个参照资产，而只是购买了对这个参照资产“违约不发生”的保障承诺。如果投资者在投资这个参照资产时因违约发生损失，那么，那个购买了该资产违约掉期的投资者，就有资格获得来自信用违约掉期卖出者的赔偿。

如果合同规定的“保险”数额为10亿美元，而这10亿美元由于违约价值损失了1亿美元，那么，信用违约掉期的卖出者就得支付信用违约掉期买入者1亿美元，来弥补这个价值的亏损。

正是这种购买参照资产（债券）的投资者和购买信用违约掉期的投保者的分离，成为后来信用违约掉期市场无限放大的基础。而又是这种无限量的放大，外加没有监管的限制，最后让美国房市被热炒，美国次贷得以猖狂和流行，最后酿成今天看到的金融危机的大败局。在这场博弈中，先是华尔街的胜利，其后是全人类因此而遭遇灾难，同时华尔街那些暂时得



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势的胜利者，最后又成为自己的掘墓人。

信用违约掉期是在 1997 年，由摩根斯坦利的一帮金融分析人员，在布莱斯·马斯特斯（Blythe Masters）的领导下“发明的”①。和它功能类似的产品，实际上早就有了，不过，这批人将它规范化了。在信用违约掉期产生之后的很长一段时间里，美国的监管机构并没有相应的规范，来约束这个新创生出来的金融新生儿。

正是无人管，这个原本是为了让债券投资者用来保护自己投资安全的信用违约掉期，其后，却变成了一个独立的投机工具，被人们买来卖去。而那些购买债券的投资者自己，相对而言，反倒是用得并不是很多。

买卖信用违约掉期最多的是那些投机者，他们本身并未拥有任何的债券（也就是那些参照资产）。从 2003 年开始，市场上对信用违约掉期的交易才开始活跃。可是短短四年之后，到 2007 年年底时，信用违约掉期市场的名义规模已经高达 45 万亿美元。这里说是“名义”规模（notional value），是因为里面有很多重复的计算，是在没有对消（netting）之前的所有交易价值的简单加总。在这为数庞大的债券信用违约掉期中，有很多是与美国的次贷债券有关的。在次贷危机爆发之后，美国政府开始加强监管，同时市场也开始意识到风险。在 2008 年年底时，对消之后，名义市场规模降到不足 39 万亿美元。

一般来说，对于风险非常敏感的华尔街，在 2007 年初，至少到 2007 年年中，在大量对冲基金因为投资以美国次贷为基础构成的担保债务凭证出现巨大投资亏损之时，就应该想到，那些为担保债务凭证的投资者提供保险的保险商，即那些大量卖出信用违约掉期的公司，应该会很快面临巨大的亏损风险的。不过，从美国国际集团这家最大的信用违约掉期的卖出者的股价图看，在 2008 年初时，它的股价还基本上处于高位，说明华尔街的投资者还没有意识到问题的严重性，即使是在评级机构已经警告风险之后也是如此。

① Teather,David. “The woman who Built financial ‘Weapon of Mass Destruction.’” *The Guardian.* September 20,2008.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年 1 月 24 日，美国纽约保险监管层，为资产支持债券的保险商，也就是那些卖信用违约掉期的金融公司，提供了高达 150 亿美元的资金援助。它之所以这样做，是因为次贷危机的出现所导致的以次贷按揭为基础做成的资产支持债券已经大幅贬值，这种贬值又要求这些卖出信用违约掉期的保险公司拿出更多的钱来作准备，而他们自己已经拿不出来那么多了。现在看来，那是个填不满的窟窿，政府部门是被保险公司给忽悠了。这是一次保险公司和政府部门的博弈和对垒，结果是，保险公司没有向政府提供真实的信息和合理的对最坏情况的估计。这就像是金融机构给政府下了套子，让政府往里面钻，而且美国政府还真的这么做了，钻了进去，到后来才发现上当。

2008 年 1 月 31 日，美联储再降息 50 个基点，也就是 0.5% 个基点。短短几天时间，就两次降息，而且一个是 75 个基点，一个是 50 个基点，非常罕见。当时的美联储已经开始慌了。关于美国联邦利率的变化，请读者参阅表 4—2。

第二节　银行危机全球扩散

2008 年 2 月 1 日，美国 1 月份的非农业就业人数减少了 1.8 万，为四年多以来的首次减少。这说明，美国的就业，已经开始受到次贷危机的影响。次贷危机已经开始扩散，开始影响实体经济了。以金融机构为主体所代表的金融市场，被人们称作虚拟经济，而那些从事制造、加工、运输等实实在在物品制造和搬运的部分，则被人们称作实体经济。虚拟经济流通的是货币，货币是实体经济中所创造价值的表示符号，是购买力的一种表现形式。货币是虚的，它的价值最后还是得通过实物资本得以实现。物质商品是实实在在的，即使是“服务”这个特殊的商品，也能够给你带来某些实实在在的利益。危机从符号部分开始，已经影响到它所代表和标示价值的物质商品经济市场了。这种传递是最让人担心的，是人们最不愿意看到的事情，也是美联储和世界上很多国家的政府在联手期望避免发生的事



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情，现在发生了。人们开始紧张了。

2008年2月9日，七国集团财长和央行行长会议发表声明，认可次贷危机的影响正在加大，冲击力已经开始扩散。2月12日，美国六大抵押贷款银行都面临危机，为防止“法拍”（foreclosure）事件的扩大化，昔日的竞争对手开始联手，宣布了一个“救生索计划”。根据时任美国财政部长保尔森当天披露的计划，拖欠房贷按揭逾期90天或以上的房主，可以和房贷金融机构接触，如果借款者满足事先规定的一些特定条件，他们将被给予30天的缓冲还款期，而且，其房子也可以暂时中止被拍卖。在这个缓冲期内，双方可以通过协商来制定出一个借款人能够负担得起的还贷方案。这些方案无非就是多给点时间，适当降低一点利息之类。由于违约被放贷机构强行收回的房子，进入法拍市场之后，房贷金融机构也将面临很大的经济损失，如果可能的话，如果借款者能够在适当“便宜点”的情况下继续供贷，房贷机构当然是很乐意合作了。

这个“救生索计划”几乎涵盖了所有类型的房屋贷款，参与该计划的有美利坚银行、花旗银行、摩根大通等六家房贷金融机构，它们代表着美国房贷市场的半壁江山。根据当时市场的估计，全美在2008年一年之内，可能就有100多万个房主无法按期归还房贷，他们最后可能不得不放弃房屋，让它们被房贷机构没收和被拍卖。

对于“救生索计划”，白宫发言人佩里诺在宣布该计划时说，虽然没有一个计划能解决美国房市所面临的所有问题，但是，布什总统认为这一计划能帮助美国人渡过目前的难关。对于白宫的这一乐观预期，不少的美国议员认为，该计划来得太晚，而且力度也太小，已经无法应对美国目前严峻的房贷拖欠问题了。

就在美国政府紧锣密鼓救助美国房贷市场的时候，巴菲特也出面凑热闹。他一方面拿出自己公司的大笔现金，购买了通用电气、高盛等几家公司的带有高额利息的优先股，同时还号召美国人民出来买便宜股票，开始忽悠美国的股民。

不过，在美国这个国家，真正愿意被巴菲特忽悠的人并不是很多，视

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他为神的美国股民就更少了。巴菲特不仅投资美国的股市，而且还公开宣布说，自己的公司愿意为三家美国债券保险商所承保的价值约 8,000 亿美元的市政债券提供再保险。由于巴菲特给出的条件太苛刻，其中一家保险商在当时就对巴菲特的“好意”给予了回绝。它们对巴菲特趁火打劫的行为感到不快。巴菲特毕竟只是一个商人，他的兴趣主要还是利润，或者完全就是为了利润。在金融危急时刻，他是伸出了“援手”，但他索要的回报也是异常的高和苛刻，这就是巴菲特，也是他的厉害之处。

不仅如此，我也觉得巴菲特在这里做的不是很道德。他自己买的并不是一般的普通股票，是买的带有 10% 年利息的优先股：即使这些股票继续下降，我投入的钱还是有高达 10% 的利息。而且，一旦你的股价回升，我还可以换成普通股，获得更多的收益。如果公司倒闭，他比普通股的股民优先获得补偿。虽然有着诸多的不同，他却还在借机误导股民，和他“一起”来买美国公司的“股票”。结果，有不少不知道自己购买的股票和巴菲特的股票有很大不同的投资者，因听信他的鼓动而遭受巨大损失。巴菲特在通用电气和高盛集团注入的资金在其后也因两者股价的大跌而亏损巨大。不过，从 2009 年 10 月初的结果来看，他在通用电气的短期亏损还是很大，但在高盛集团所获得的利润却远高于在通用电气面临的亏损，结合两者，他还是大赚了。

2008 年 2 月 14 日，美国第四大债券保险商 FGIC[①] 宣布将分拆业务，期望通过分离良性资产和有毒资产，能够救活公司的一部分。这样做，是已经到了没有办法的地步，叫做断肢求生，不得不为。2008 年 2 月 18 日，英国决定将已经破产的诺森罗克银行收归国有，以保护储蓄人的利益。该决定在 2 月 21 日获得议会批准执行。收归国有，意味着现有股东的权益全部丧失。这也是为什么，当人们意识到一个银行有可能被收为国有时大量卖出其股票的原因。前面说过，诺森罗克银行在次贷危机大面积冲击金融市场之前，就已经开始出现问题。在英国政府注入大量资金之后，它还

① Financial Guaranty Insurance Company.



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是没有存活的希望，最后，政府在没有选择的情况下只好自己先兜着，等到有机会时再转手将它私有化。英国政府这样做也是没有办法，该银行的破产对英国已经很脆弱的经济打击太大，英国政府没有人敢承担可能出现的风险。2 月 20 日，德国宣布州立银行陷入次贷危机不能自拔，需要政府出手。

2008 年 2 月 28 日，美联储主席伯南克声称，即使通胀加速也要降息。也就是说，现在，救助美国经济于不倒比让美国经济保持健康更为重要。人先得活着才能谈论健康的问题，救人要紧，美国经济已经到了生死存亡的紧要关头。事实上，他这时候已经意识到，正是美联储将利息升得太高，带来了大量的次贷违约率的发生。现在如果将利息降到尽可能的低，很可能很多人就不用因为没有能力还贷而放弃自己的住房，那么，房贷市场的压力无疑就会小很多。再者，在金融危急时刻，通胀加速的可能性也应该是比较小。通胀加速通常是由成本驱动和需求拉动的。需求拉动是因为供不应求造成价格的上涨。成本拉动是因为投入品的价格上涨，那也是因为对投入品的需求大于供给造成的。在金融危急时刻，消费低迷，供给过剩，在消费品和生产品领域倒不太可能出现强劲需求的情形。所以，在这方面，人们似乎也没有必要太担心。

2008 年 3 月 5 日，2 月份的 ADP 国家就业数据报告[①] 表明，美国的就业人数减少了两万多人。由于金融危机向实体经济的转移，失业率开始上升。就业数据作为经济健康的一个重要指标，人们很关注。失业率的升高，预示着美国经济的衰退。与此对应，美元兑欧元刷新了历史的新低。也就是说，美元对欧元在继续贬值。这说明，在金融市场上，人们越来越不太看好美国的经济前景。

在次贷危机中，第一轮最先出现问题的，是次级贷款，它们那里最先出现大面积违约。很快，信用级别高一点的"次优按揭贷款"也开始出现违约率的快速上升问题。在 2005 年时，次贷已经占到当年新放出贷款的

① Automatic Data Processing,Inc.(ADP)，一家提供就业相关服务的美国公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20% 以上，这部分在 2007 年之后开始出现了高比例的违约率，已经够金融市场承担的了，再加上一个“次优级房贷市场”产生的麻烦，带给华尔街的也只能是苦不堪言了。

按照华尔街的分类，房贷按揭贷款市场大致可以分为三个层次：优质贷款市场（Prime Market），次优（ALT-A）贷款市场，和次级贷款市场（Subprime Market）。

如果用美国目前比较流行的个人信用分数来衡量，那么，优质贷款市场面向的信用等级所对应的信用分数一般在 660 分以上。拥有这样的信用分数的消费者，是些收入稳定并且可靠，债务负担相比收入水平比较合理的优良客户。在房贷市场，这些人主要采用的是比较传统的长期（30 年或 15 年等）的固定利率按揭贷款。在美国房市被热炒之前，在银行倾向于保守经营的时代，主要还是这批人在购买房子，因为，也只有他们能够比较容易地获得来自金融机构的贷款。

次级房贷市场，则是指那些信用分数低于 620 分，又没有能够证明的稳定收入，或者虽然有能够证明的稳定收入，但是，却由于历史原因，而有着和收入相比太高的负债水平的人。也就是说，这样的人要么记录不是太好，要么经济负担很重，在走钢丝绳。只要是经济大环境或者其他相关的方面发生一些负面的变化，这些人很可能就会面临很多的经济问题。所以，借钱给这样的人，金融机构将面临很大的违约不还钱的风险。在资产支持债券市场形成之前，一般的银行很少愿意承担这样的风险。所以，在那时候，这类消费者是很难有机会买到住房的。而让这样的人买到住房，又一直是美国政治家所惦记的事情。正是这种惦记，才制造了今天看到的金融危机。所以说，美国政治家也是金融危机的制造者之一。这同时也是民主政治造就的，政治家对民众生活“关心”的“副产品”。政治家之所以对这些人表示出关心，还是因为对他们手里的选票有兴趣。

而次优房房贷市场，则是介于上面二者之间的一个规模庞大的灰色地带。它既包括信用分数在 620 分到 660 分之间的为数众多的消费者群体，还包括分数高于 660 的高信用度客户中的相当一部分人。有一些消费者，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果只是从信用分数看的话，他们算是“声誉”不错。问题是，还有很多不可量化的因素在决定着一个消费者可能违约的风险。毕竟，信用分数所衡量的还是过去时的状态，对于大家已经能够感觉到的即将到来的风险，大环境的变化，信用分数是无法反映出来的。也正是因为这个原因，很多拥有比较高信用分数的消费者，在经济出现萧条时，就很容易跌到次贷那一类别中去的。

在次贷危机爆发前，很多房贷机构对“次优贷款”兴趣很大，因为一则这个群体的人数庞大，是一个潜力无限的市场，再者，那些人信用记录不错，是没有前科的人。对于这种人，金融机构可以有名正言顺的理由，对他们收取比“优质贷款”客户更高一些的利息。一般来说，他们所付出利息普遍比优质贷款者所付出的要高 100 到 200 个基点，也就是 1% 到 2% 的样子。

金融市场就是一个博弈的游戏市场。金融机构知道这些次优贷款的贷款者的优势和弱点，借机在他们身上占便宜。同样，那些次优贷款者也不是吃素的，他们也同样甚至更为精明，知道怎么从金融机构那里获得利益。对于这些人，他们的最大优势就是，在记录上自己没有前科，金融机构无法怀疑自己在做什么坏事。同时，又由于信息的不对称性，金融机构几乎不可能很清楚地知道这类人的真正底细。他们可能是真的没有问题的优质客户，也可能是问题实际上很大但没有暴露出来的“坏蛋”。

在美国房市狂热，贷款金融机构急功近利，搞短平快作业的时候，这批人看到了机会。在他们看来，你既然是短平快，就不可能有时间去做深入细致的分析和研究，那么，我就可以利用你的“急不可待”来忽悠你。于是乎，许多记录不错的贷款人，实际上根本就没有正常的收入，自然也就没有真实的收入证明。为了获得贷款，他们往往只需要报一个数字，一个被夸大的数字，就可以很顺利地获得自己所需要的贷款。他们这样做的唯一动机，就是投机美国的房市，期望通过“借鸡下蛋”的办法搞“空手套白狼”，获得一些看上去很容易的利润。这样做所获得的贷款，在次贷危机之后，被称为“骗子贷款”。为了自己的私利，很多金融机构也明知



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对方在忽悠自己，也装作没有看见，有时候甚至鼓励对方如此忽悠。不仅如此，几乎所有金融机构，还在房市最狂热的时候，大力推出了各种各样令人眼花缭乱的新的金融产品，来配合对方的这种忽悠，像纯利息贷款，选择性可调整利率贷款，零首付等，就是这其中的一部分。①

所谓纯利息贷款，从形式上看，是一种诸如30年之类的固定期限的贷款。不过，和传统的锁定利息的贷款不同，在这里，为了降低借款人开始时的借贷成本，金融机构在第一年提供1%到3%的超低利息，而且还要求借款人只需要支付利息，不用还分摊的任何本金，然后从第二年开始按照市场的实际利率来计算利息。至于本金，则在几年之后才开始还。这样做的好处是，开始时借款者必须面对的成本很低。坏处是，借款者后面必须面对的成本更高。而且，由于放款银行给的是浮动利息，当联储开始调高利息时，借款者就开始不得不面临更大的麻烦了。实际情况就是这样，并且由于联储急速的大幅调高利率，才最后诱导出大面积的违约发生。

选择性可调整利率贷款的出现动机也是一样，只是方式不同而已，结果也是一样。它允许贷款人每月支付甚至低于正常利息的月供，差额部分自动计入贷款本金部分，结果是，借款人欠银行的本金在累积，随后是越来越高。而且，他们采用的也是浮动利率。

当时人们之所以愿意这样做，是基于这样一种预期：美国的房价在短期内只会上升，而且还会上升得很快，自己完全来得及出手套现，大赚一笔。在这种预期之下，任何人，只要是能够拥有住房，就可以赚钱，而且是赚大钱。正是这种浮躁和贪婪的心理，让很多人最后成为“房奴”，不仅将自己折腾得半死不活，也将很多金融机构拖下水，搞得半死不活。

据统计，2006年美国房地产按揭贷款总额中有40%以上的贷款属于“次优贷款”和“次级贷款”，它们两者的规模几乎相当，它们的加总超过4,000亿美元。在这之前的2005年，次优贷款的比例甚至更高，在三分之

① 这方面的例子，请参阅《拐点：美国大败局》（长江文艺出版社2010年版），那是一本案例书，对于次贷危机中许多奇怪的难以按照正常思维理解的行为，进行了比较深入的分析。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一左右。

在次贷危机发生之后，次级贷款超过 60 天的拖欠率就很快接近 20%，有两百多万借贷者失去自己的住房，被放贷给他们的金融机构扫地出门。次优贷款的违约率低一些，但也很快达到 4% 左右。到 2009 年年初时，这两者的违约率已经上升到 45% 和 20%。人们估计，最终，两者的违约率可能会上升到 75% 和 50%。但愿最终的结果不会是这么悲观。

按照整个美国房屋抵押贷款的市场 10 万亿美元的规模计算，其中次级贷款和次优贷款各为 1 万亿美元，剩下的就是优质贷款，为 8 万亿美元。如果次级贷款违约 75%，次优贷款违约 50%，那么，金融机构将不得不接手价值高达 1.25 万亿美元的房产。如果在处理完这些房产之后每一笔的代价是房产价值的 50%，那么，金融机构和这些债券背后的投资者，将为此付出 6,200 亿美元的亏损代价。我估计，在这 6,200 亿美元的亏损中，实际承受亏损最大的，应该是房贷债券背后的投资者，那些债券所制成的 CDO 的投资者。而他们又主要来自美国之外，从这里看，也算是美国人将外国佬好好地忽悠了一次。

第三节　忽悠你没商量

2008 年 3 月 7 日，美联储宣布两项新的增加流动性措施来刺激美国经济。3 月 11 日，美联储再次联合其他四大央行宣布继续为市场注入流动性，缓解全球货币市场压力。也就是说，美联储已经看到，仅仅依靠降低利息率来调节，还是太被动，得直接注水了。这和人得感冒很相似：开始时是让你吃点板蓝根之类的冲剂，可是病情还在继续恶化，这时候开始给你打点滴了。在美国，好像还没有打点滴一说，有一次，我从国内归来，犯了重感冒，很不舒服，去医院要求给打点滴，医院的医生告诉我：没听说过！在我告诉他“在中国打点滴是很普遍的事情，而且医生还很乐意那么干”之后，他还是一脸的茫然，不知道我在说什么。

2008 年 3 月 13 日，美国财长保尔森和美联储主席伯南克等政府监管



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

官员，提议对银行的资本运作实行更严格的政府监管。亡羊补牢，看来是太晚了一点，因为羊圈里面已经没有剩下什么羊了，都快被狼吃光了。美国官方首次公开说明，各项经济指标显示，美国经济已经进入了经济衰退期。

2008 年 3 月 14 日，美国投行贝尔斯登出现危机，向摩根大通和纽约联储寻求紧急融资帮助。市场对美国银行业的健康程度，表示出了更大的担忧。三天以后，美联储意外宣布调低窗口贴现率 25 个基点，到 3.25%。同时，摩根大通同意以大约 2.4 亿美元的价格收购贝尔斯登。这相当于每股 10 美元。在此之前，还谈好了一个每股 2 美元的收购价格，最后由于股东的愤慨而提高到 10 美元的水平。一年前风光十足，股价曾经高达每股 170 美元，危机前夕也还有 132 美元的这家大的投资银行，就这么奄奄一息，像一个输掉本钱的赌徒，最后只好开始寄人篱下，苟延残喘地过日子。如果你看到，从 1993 年到 2006 年之间，这家公司的老总一个人，从公司拿走的价值就高达 2.3 亿美元有余，那么你会怎么想呢？[①]

2008 年 3 月 19 日，美联储宣布降息 75 个基点，并暗示将继续降息。美联储已经意识到，美国金融业已经到了崩溃的边缘，正在使用一切能够使用的办法，下猛药来救助美国经济。第二天，英国央行会见了该国五大投行的高级管理人员，首次表态将为国内银行提供更多的资金援助。3 月 24 日，美国联邦住房金融委员会宣布，允许美国联邦住房贷款银行系统，增持超过 1,000 亿美元房地美和房利美发行的房贷抵押债券（MBS）。

2008 年 3 月 27 日，欧洲货币市场流动性再度告急，英国央行和瑞士央行联袂注资。美联储通过定期证券借贷工具，向一级交易商提供了 750 亿美元的公债。英国首相布朗和法国总统萨科齐举行会晤，讨论如何提高金融市场的透明度，并且敦促国际主要金融机构开始进行改革。3 月 31 日，美国财长保尔森宣布说，他将向国会提交一项改革议案，加强行业监管。次贷危机的发生，特别是后来金融危机影响的扩大，在很大程度上就是因

---

① Ross,Andrew (March 17,2008). “JP Morgan Pays $2 a Share for Bear Stearns” .*The New York Times*.



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为监管缺乏的结果。这时候，美国政府已经开始注意到问题的实质了。

在这时候，问题实际上已经很严重了，至少在政府方面看来。但是，按照“信心比黄金更有价值”的逻辑，美国政府和其他国家的政府，一方面是在积极配合金融机构救市，另一方面，又一再使用美妙的言辞，尽可能掩盖和拖延让民众知道实情的时间。结果是，在他们这些机构美妙言辞的忽悠之下，民众没有意识到自己已经面临危机。忽悠民众，让他们继续持有即将大面积贬值的金融资产，让他们继续为了国家的利益而消费，虽然他们很可能很快就会面临很严重的经济问题。作为国家这样做，当然是“好”的，为了国家利益嘛。但同时，这些人实际上也是在以牺牲普通百姓的利益，来为金融机构和垄断势力的利益服务。这也是为什么，一次次的金融危机，最后吃亏的还是普通百姓。而且，这还只是他们承担成本的一个阶段性的部分而已，事后还得他们出钱来救助那些玩出问题的金融机构。这种不公平和不幸，在过去的危机中一再发生，在今后的危机中也还会一再出现。作为投资者，不论你是在投资本国的金融产品，还是出国去投资国外的金融产品，如果你想获得理想的结果，就得有自己的消息来源，自己的判断标准，不能够也不应该太轻信政府和金融机构的美妙言辞。那种机构是害死人不偿命的。

2008 年 4 月 8 日，国际货币基金组织估计，全球次贷亏损可能高达 1 万亿美元。4 月 10 日，高盛再次宣布裁员，瑞银集团预测华尔街企业可能不得不裁减高达三分之一以上的雇员。高盛 CEO 称此次信贷危机可能已接近尾声。可是，危机最严重的时刻还没有到来，至少 2008 年那个黑色的 9 月还没有到来。

在这里，读者可以看到一个值得吸取的教训：如果你太依赖金融业的大佬和专家的个人看法来进行投资决策，你可能会被他们忽悠，而获得很惨的结果。在巴菲特高唱股价已经很低时，如果你盲目进场，以为在和他一样投资美国，那么，在你发现不是那么一回事时，能够做的只能是流泪了。在高盛这家世界著名的投资银行说危机已经过去时，你相信它的话，兴冲冲冲进股市时，你可能会发现自己被无数的刀子割伤。因为，市场到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了2009年3月才是真正的底部。而且，按照历史规律，如果危机已经过去，那么，在这以前几个月，市场就应该已经探底反弹了，可是当时并没有出现这样的情况。

对于掌握国家资金的机构投资者而言，自己的研究和判断就更加重要了。如果自己能够看到危机背后的真正问题，在这个时候还有壮士断臂的机会。也就是说，这时候不仅不是进入的机会，反倒是退出的最好时刻，因为投资者和华尔街还不觉得自己已经面临更大的困境。美国的许多机构和人物，一个个站出来，在这个时候给你乐观的利好消息，也是为了营造一个好的能够让他自己脱身的机会。千万小心，别被他人轻易忽悠。

仔细一点的人可能已经注意到，这时候的高盛，一方面在高喊“危机快过去了”，言下之意危险已经快没有了，但同时，它自己又在私下很努力地寻找资金，甚至频繁地和巴菲特接触。最终在9月底时，高盛作为为数不多的幸运儿，以很苛刻的条件，向巴菲特“借”到了50亿美元。从2009年9月时的结果来看，参股高盛，是这次金融危机中巴菲特除了比亚迪之外的最好的投资之一。在比亚迪上面的成功，在一定程度上还得益于中国人比较喜欢拜神的“传统”，巴菲特也借机忽悠“善良”的中国投资者并且获得成功。

2008年4月11日，日本瑞穗金融集团预估，瑞穗证券2007会计年度次级抵押贷款相关的交易损失，达39亿美元。4月12—13日，七国集团和国际货币基金组织召开为期两天的会议，表达了对当前金融市场震荡的担心之情，并要求加强金融监管。4月14日，德意志银行计划向私人股本公司，出售200亿美元的杠杆相关债务。在同一天，美国第四大银行美联银行宣布，由于受次贷危机的影响，该公司一季度的净亏损高达3.5亿美元。为了筹措自己急需的现金，该公司决定通过公开发售普通股与优先股的方式筹资70亿美元。你看，那时候还有融资的可能性，几个月之后连这种可能性都没有了，因为投资者已经不再买账了。那时候实际上是金融机构通过融资自救的最后机会，不过，相信它们忽悠的人已经越来越少了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4月15日，英国3月RICS房价指数跌至30年最低（-78.5），远低于预期（-67.5）。花旗集团一位副总裁[①]声称，美国经济正面临次贷危机的严重冲击。花旗应该是有感而发，因为这时候的花旗自己已经意识到危机的强烈冲击了，自己也病得不轻。国际经济合作与发展组织（OECD）预测，全球次贷损失在3,500亿到4,200亿美元之间。这时候的人们喜欢听预测，很多人也喜欢给预测，虽然不少预测没根没底，但是只要有听众就行。有报告称，美国3月份的房屋“止赎率”上升了57%。也就是说，由于经济问题，已经有三个月以上没有支付房贷按揭的房贷家庭的数量，已经上升了57%。

这里有几个概念需要解释一下。我们知道，当消费者借钱买房子时，通常是用房子本身作为抵押向银行贷款的，这叫抵押贷款。在借款人还清贷款之前，他是不能够随意处置“自己”的房子的，因为那实际上并不是他的房子，他最多只拥有该房子的一部分价值。即使其他人想买他的房子，他所得到的钱首先得支付给银行，否则房子是没有办法过户的。当然，如果他同时还欠税款（房产税），那么，他就得先付税款，然后就是还贷款。如果他用自己的房子搞其他的抵押贷款，对方是很容易查出他目前所欠的银行贷款额度的，由此，他的候选贷款人也很容易计算出他房产上真正属于他的那部分净资产价值。所以说，在美国搞一房多处抵押（过度抵押）的情况是不可能出现的。

购房者在获得贷款之后，就得根据合同要求，按期（通常是按月，有时也可以是每两个星期）还款给借款给他的银行，这个过程就叫做“赎回”，只不过是一点点“赎回”罢了。如果借款人因故不能按时支付他的贷款（月贷之类），超过期限（一般是三个周期）的房屋，便被“止赎”，也就是停止赎回。这时候，房屋便被作为违约抵押品，被放贷金融机构收走。在借款者付清了房贷之后，并且不欠房产税的情况下，他才可以完全拥有他的房子，那时候他才是房子的真正主人。不过，他每年还是得按时

① William Rhodes.



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按量地支付那所房子对应的地产税，在我们这里大约为房产市场价值的2%。这也是美国人常抱怨的税负太高的原因之一：只要你存在，你就得为你占有的空间而付税——地产税。

有人说，中国采取的75年使用权的办法没有尊重民众拥有住房的权利，实际上也不是这样。在美国，即使不计算时间价值，50年下来，作为房主所支付的地产税也是房产价值的100%。不过，在美国这里，地产税收入主要是被用作当地政府的各种开支，是为服务于当地民众的。美国政治细水长流的办法，我个人觉得比较好管理一些。

这里的危机已经不再是次贷危机了，而是由次贷危机引起的金融危机了。

2008年4月16日，英国的布朗出访美国，为次贷危机等问题寻求国际合作方案。也是在那一天，公布的数字表明，美国3月份新屋开工的数量急剧下降了11.9%，降至17年来的最低水平。从美联储的褐皮书所标示的各个地区的房屋贷款变化情况，人们能够很明显地看到美国国内急速下降的房贷需求。也是在这一天，摩根大通的季度报告称，自己的季度盈利结果好于预期。同时，宣称次贷危机将很快结束。还表示，公司计划筹集60亿美元资本金。

注意到这时候的“策略”选择：公司“出现”好于预期的盈利结果，又给出次贷危机很快就要结束的预期。它这样做实际上就是为了更加容易地得到那60亿美元，而且还是以比较低的成本获得。为了一己之利制造烟幕弹，这就是华尔街的狡诈和不诚实，如果你轻信就会吃亏，就会成为博弈中的失败者。

在这些消息之后，摩根大通公司的股价还持续上升了几天，其后就是大幅度的下跌。在两个半月的时间里跌去了40%之多，其后又是与市场一起反弹，同时在市场见顶之后见顶，如图5—1所示。

2008年4月17日，美林公司宣布，自己在第一季的净亏损高达19.6亿美元，亏损大于预期，且为公司连续第三个季度的亏损。该公司第一季度资产减记总额超过了65亿美元，并将继续裁员3,000人。不仅如此，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司还预期自己在未来数月的形势将“更加艰难”。这说明，投资银行已经深受次贷危机的拖累。不过，市场似乎相信那只是投资银行“局部”的问题，因为当时的股市大盘并没有因此而受到太大的影响。

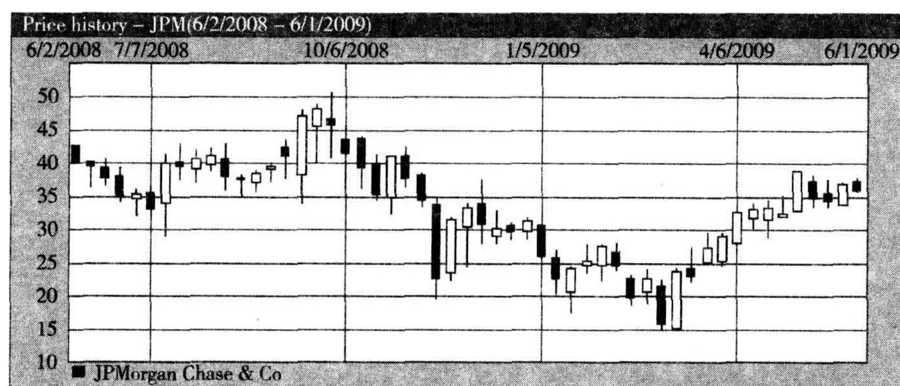


图 5—1：摩根银行的股价变化图

（资料来源：MSN.COM）

2008 年 4 月 18 日，花旗集团宣布，在冲减逾 130 亿美元损失后，一季度净亏损折合每股相当于 1.04 美元①。次贷的影响在日本也很大，东京三菱日联金融集团预计，在截至 3 月 31 日的一个财政年度内，集团在次贷上的相关损失为 9.21 亿美元。

2008 年 4 月 20 日，美林首席执行官塞恩声称，他不认同信贷危机最困难的时刻已经过去的观点，他对几天前摩根所表示的乐观看法提出了异议。他自己觉得美林的财务状况还在继续恶化之中，看不到有起色的迹象。这也从一个角度说明，摩根的乐观是有意为之。不过，摩根大通的情形，从开始就要远好于美林的处境，但是，金融危机的冲击，摩根大通也不能幸免。

2008 年 4 月 21 日，英国银行方面继续传来坏消息，大型商业银行的资产负债表受到信贷紧缩的严重影响，已经无法自救。为了应对这种不断

① 根据标准普尔 500 给出的数字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增大的压力，苏格兰皇家银行计划筹资约240亿美元（120亿英镑）。英国央行也宣布，将动用500亿英镑的政府债券，来调换商业银行所持有的抵押资产，用以帮助银行业的复苏，目的主要还是增加市场上的流动性。在美国方面，美利坚银行则正计划出售所持中国建设银行的股份，来筹集资金自救，强化其资产负债表。欧洲央行行长特里谢表示，流动性依然是一个很大的问题，银行仍不愿借贷。在流动性不足的问题解决之前，在银行放弃借贷行为之前，市场调整是不可能结束的。

2008年4月22日所发表的数据表明，美国3月份成屋的销售月率下降2.0%，为493万户。瑞士央行向市场投放了60亿美元。欧洲央行向银行出借150亿美元，作为为期28天的短期债券。4月23日，英国3月份房屋贷款许可数量继续下降，从2月的43,147件，减少到35,417件，创下了有记录以来的最低点。同一天，德国的一家银行[①]无法自保，将由德国银行协会接管。

2008年4月24日，3个月欧元的伦敦同业拆借利率（LIBOR）周四再次上升，创4个月新高，说明银行之间的借款成本在增加，也显示货币市场还在继续紧缩。因为借钱难才会出现利息上升的情形，在人们不愿意借钱给你的时候，你就得多付利息。

在这里，所谓伦敦同业拆借利率，是指伦敦的大银行之间短期资金借贷的利率，是国际金融市场中大多数浮动利率的基础利率。一般而言，LIBOR通常是由几家指定的参考银行，在规定的时间（一般是伦敦时间上午11：00）报价的平均利率。最经常使用的是3个月和6个月的LIBOR。当一国政府对外融资时，所支付的利息，通常是在LIBOR利率的基础上加一定的百分点。所加百分点的数量，取决于市场对该国政府信誉和风险的评估情况。与LIBOR对应的，还有纽约同业拆放利率（NIBOR）和香港同业拆放利率（HIBOR）等。不过，这后者似乎都没有前者有名气。在美国最有名的金融电视频道上，每天和石油、汽油、黄金

① Duesseldorfer银行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格一起放出的，就是这个 LIBOR 指数。

第四节 双管齐下

在这同一天，纽约联储宣布，根据扩大范围后的定期证券借贷工具所进行的国债拍卖，市场的需求反应很疲软，总共才接到 594.6 亿美元的申购，远低于招标所需要的 750 亿美元。这从两个方面传出了信号：一方面是银行之间的短期借贷利息在上升，另一方面是美国国债没有多少人愿意买。你可以说是人们没有钱买，也可以说是没有太多的人信任美国政府，所以不太愿意买。后者的可能性要大很多。很多金融机构在这个时候可能宁愿多持有一些现金，以应付必需。

作为刺激经济的一个环节，美国财政部表示，将在随后一周的星期一开始，启动特殊退税政策，这比预期提早了 5 天。看来美国政府是急不可待，期望越早越好。

同时，美国商业银行又增加了在美联储贴现窗口的借款规模。不过，投资银行减少了对该融资工具的使用。信贷紧缩的重点，已经从券商转移到存款机构。

2008 年 4 月 25 日，市场关于美联储降息周期将结束的预期增加，美元指数反弹至 1 个月来新高。从理论上讲，当美国提高利息率时，人们购买美元能够得到的回报（利息）就会变高。如果人们预期美元的利息率将走低，就会抛出美元，于是压低了美元的汇率。当预期美元的利息率不会再继续走低之后，美元汇率也就会趋于稳定并且可能回升。

美国 3 月份新屋销售进一步下滑，创 1991 年以来的最低水平。美国 4 月份消费者信心创 1982 年 3 月以来最低水平。

2008 年 4 月 28 日，巴菲特声称，美国经济正在衰退中，并且程度将比大多数人所预期的更加严重。读者可以看看这个巴菲特所做的：在几个月前，他鼓动投资者和他一样买美国的股票，投资美国。现在，他又告诉大家，美国经济已经不行了，不仅已经进入衰退，而且程度还比预期的要



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

严重得多。这位在正常情况下连预测经济走向都不愿意干的老人，一向坚持不给人推荐股票的“股神”，在这个时候为了美国的国家利益，开始改变习惯，来忽悠大家了。也是在这一天，美国人口普查局公布的报告显示，2008 年第一季度美国房屋空置年率刷新 2.9% 的历史高点。巴菲特的出动，实际上是一个很重要的信号：美国政府已经是没有多少法子可使了，为了稳定人心，所有能够做的事情都做了。这个时刻，也就是问题已经快失控的时候。这时，作为投资者，选择和巴菲特说的相反的做法，就是最好的投资决策。我当时也部分相信了巴菲特，结果带来的是损失和后悔。

2008 年 4 月 29 日，英国 3 月份购房抵押贷款成功的数量，跌至有统计以来的最低水平。同一天，德意志银行宣布，公司出现了五年来的第一次净亏损。

2008 年 4 月 30 日，美联储再次降息 25 个基点。并且，在随之发布的公告中，美联储没有再提那个“经济增长仍然面临风险”的词句，看来稳定人心已经被提到了议事日程。从当时的数据来看，美国一季度的 GDP 还增长了 0.6%，似乎经济还没有进入萎缩时期。不过，瑞士信贷认为，这个“增长”是主要依靠库存增加取得的，它对于今后的经济发展实际上并没有好处。从这里，读者看到，对于宏观经济数据，你得细读，得读出后面隐含的意义，否则，你获得的解读结果可能会是南辕北辙。

苏格兰哈里法克斯银行[①]增发了 40 亿英镑的股权，用以提高自己的资本金规模，抵御不断恶化的市场环境。这说明，该银行已经意识到问题变得更为严重的可能性，在开始为过冬做准备了。哈里法克斯银行是隶属于苏格兰银行集团的英国最大的金融保险和抵押贷款银行，2000 年后哈里法克斯和苏格兰银行合并，形成苏格兰哈里法克斯银行，简称 HBOS，该银行的绝大多数业务都属于免税的金融业务。即使有这么多的增发，该银行最后还是需要政府的救助才能生存。

---

① 苏格兰哈里法克斯银行（Halifax and Bank of Scotland，简称 HBOS），是隶属于苏格兰银行集团的英国最大的金融保险和抵押贷款银行。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年 5 月 1 日，英国央行在金融稳定报告中指出，次贷亏损可能只有 1,700 亿美元。现在看来，当时是太乐观了一些。到这时候还这么乐观，如果不是有意识的忽悠行为，那只能说是太幼稚了一点。其后，各大银行同意，在特别流动性计划中保留必需的最低资产额，以期防止问题的恶化。这时候，所有在平常相互排斥和打压的竞争对手，都变成了同一个战壕的战友了。人类行为的灵活性和多变性在这里表现无遗。

美联储主席伯南克认为，美国的学生贷款市场，已经不仅限于流动性问题了。次贷危机的冲击，已经开始向信贷市场辐射。信用卡、汽车和学生贷款，都将受到影响。美国众议院批准总值 3,000 亿美元的房屋市场援助计划，期望次贷危机能够就此得以顺利渡过。

美国财长保尔森在当时很乐观地指出，信贷危机已经过半，快见底了。事后看来，他当时也是在忽悠民众，或者是自己的盲目乐观。前者的可能性更大一些，这样做也是为了稳定人心的目的。

据 2008 年 5 月 2 日的数据，美国 4 月份非农业就业人数仅仅减少了 2 万，失业率降至 5.0%，结果好于预期。从这些数据来看，最坏的时刻似乎是已经过去了。但是，国际货币基金（IMF）组织主席卡恩担心，美国 4 月就业报告的转好可能是昙花一现。他个人认为，美国经济在当年不会复苏，结果不幸被他言中。

美联储将 TAF 规模，从每个月的 500 亿美元扩大到 750 亿美元，同时扩大与欧洲央行和瑞士央行货币互换的额度。白宫表示，美国经济迄今为止并未出现衰退信号。布什政府到这时候还在忽悠美国民众。可能是为了帮助共和党的总统候选人赢得总统选举，渲染经济状况良好的政治气氛，为麦凯恩造势。布什的做法在当时似乎是真的起了作用，因为到 2008 年 9 月雷曼破产之前，在美国总统选举战中，经济议题还次于战争，不是民众需要关心的最“重要”的议题。那时候，似乎也没有任何人觉得金融危机真的来了。

这里的 TAF（Term Auction Facility），中国人称为“短期标售工具”，是美联储为了增加市场的流动性，而向商业银行公开提供的，以它们手上



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资产证券化产品作为抵押物的一笔短期贷款。这些抵押品在当时甚至可以是那些次贷类的“垃圾”债券包。对于这些“垃圾”，商业银行是没有办法用它们做抵押，来从其他商业银行获得贷款的。这种垃圾，卖又卖不出去，抵押借钱又没有人认可价值，在这种情形下，也只有政府出面才能解决一点问题了。

在它们手上缺少资金的情况下，美国联邦政府出面，银行只需象征性地提供抵押品，就能获得短期贷款。这实际上是在用纳税人的钱，来扶持那些将自己的事情搞得一团糟的商业银行。按照政府的说法，这样做也是“没有办法”，因为市场需要流动性。而那些需要资金的银行，手上也没有什么其他值钱的东西可以被用来做抵押的了。

2008 年 5 月 3 日，摩根大通认为，美国金融危机不会很快结束。摩根大通变脸也很快，这就是金融市场博弈的特点，你将博弈各方的言论收集起来前后仔细分析一下，就会发现漏洞百出的结果。次日，美国 FHFB① 指出，仅靠降息和减税这些相对而言比较被动一些的财政和货币政策，看来是不能很好地解决次贷危机问题的，美国政府必须采取比较积极主动的政策来应对。实际上，美国政府已经采取了不少的积极主动的财政政策在应对，不过看来还是不够。

2008 年 5 月 5 日，国际货币基金组织前任主席拉托指出，信贷危机最困难的时期已经过去，美元近期的反弹是正常的。美国 4 月 ISM② 非制造业指数为 52.0，预期中值 49.1，也处于去年 12 月来最高水平，似乎在好转。事后来看，也远不是那么一回事。

当时，美联储通过隔夜回购操作，向市场注入了 110 亿美元的临时储备金，进行比较积极的政府干预。巴菲特认为，美联储未来没有必要进一步降息，他对美国经济的走向也开始变得乐观。不喜欢搞预测的巴菲特老人，这时候也还在凑热闹了。他可能忘记了一点他曾经一再强调的事实：预测大多数情形都会是错的。要保面子，最好是不要轻易搞预测。而要想

① The Federal Housing Finance Board .

② The Institute for Supply Management.



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

造名声，将自己变成娱乐明星，那最好是做个与众不同的预测。应注意到，一般而言，在你预测错了的时候，人们很容易“忘掉”，而在你预测对了的时候，你也会经常提醒人们不要忘了。这也是为什么，如果猴子会说话，那么，当你集中一万只猴子通过投掷色子的办法来预测经济和股市的走向时，我相信，你不难找到几个预测很准确的猴子的。然后你通过公关和广告来宣传这几只猴子的本领，估计也会有人相信。这种将小概率事件宣传成必然事件的本领，需要的实际上也就是一个厚脸皮。

美联储调查显示，由于担心经济前景的继续恶化，美国银行业在继续收紧对企业和个人消费者的放贷标准和条件。政府在增加流动性，而银行则在收紧流动性，最后是银行的收紧远大于政府刺激出来的，迫使政府更激进地参与。这就是私营部门和国家之间相互博弈的情形，也正是因为这种博弈的存在，很多时候政府的政策很难起到预期的效果。这又回到了理性预期学派的政策无效说的理论上去了。

美联储前主席格林斯潘指出，现在判定次级抵押贷款市场崩溃所引发的信贷危机已经结束，还为时过早，信号还不是很明显。美联储主席伯南克，则预计美国房市将进一步恶化并危害整体经济，也就是说，次贷危机将不可避免地向实体经济扩散。实际上，危机已经开始向实体经济扩散了，只是人们还不是能够很明显地感觉到罢了。这时候，这两位头脑开始清醒了一点。

到了这个时候，事后来看，很多问题实际上已经是很明显的了。如果当时美国政府和金融机构仔细深入地分析一下当时的处境，及时拿出更为有效的解救办法，危机是不是能够被及时地控制，危机的影响和冲击会不会相对要小许多，值得我们研究。我觉得，可能性比较大。

2008 年 5 月 6 日，雷曼兄弟公司因参与次贷相关业务过深，出现大量坏账，公司财务状况严重恶化。公司股票价格大幅下滑，接近破产边缘。雷曼公司的问题，成为这次次贷危机从可能到不可控的重要转折点。雷曼在其后的破产成为世界金融发展历史中的一个里程碑事件。雷曼公司的倒闭，被视作金融危机的开始。在雷曼倒闭一周年时，美国还实实在在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“庆贺”了一番，总结了一年来美国经济和金融系统的变化，这是后话。

美国财政部向贷款机构施压，期望他们能够和政府合作，加快解决抵押贷款相关的问题。财政部的这一愿望自然不会得以实现。参与金融市场博弈的玩家，都有着各自的利益需要关注，而他们的“小利益”又基本上是与国家的利益不一致的。如果你期望，为了国家的利益，那些“小个体”会以牺牲或者是冒牺牲自身利益的风险来配合，在市场经济条件下也只能是一厢情愿的期待而已。当然，你也可以说是各家有着各家的难处，即使它们能够理解美国政府的需要，也只能是“心有余而力不足”。不过，在当时，危机的实际冲击力比人们想象的要大得多，也难处理得多。

华尔街三大投资银行巨头，摩根士丹利、摩根大通和雷曼兄弟，均受到来自次贷危机的冲击，都宣布说将在近期精简员工人数，节省成本。

美联储积极配合，继续向市场注入流动性，也就是提供更多的资金，给需要的金融公司周转：总额 750 亿美元的 28 天的 TAF 被启动。这时候美国政府所能做的就是“印钞票”了，已经顾不得什么通货膨胀一说了。从次贷危机开始到 2009 年 9 月，在美国人的生活中，似乎是已经开始不再使用通货膨胀这个名词了，使用更多的是怎样加班加点印钞票和发放钞票。至于这些钞票会产生什么结果，今后怎么样才能还得起这些通过印钞票借的钱，还一时半刻没有时间和精力去想。

也是在那一天，房利美宣布，第一季度损失 21.9 亿美元，每股亏损 2.57 美元，预计下一年度的损失将继续恶化。该公司也已经到了自知不行的地步。

美国众议院议长佩洛西在众议院呼吁实施第二轮经济刺激方案。

欧洲的情况也越来越不妙，资产额最大的瑞士银行证实，受巨额资产冲减拖累，第一季度出现 115.4 亿瑞郎（109.9 亿美元）亏损。该行同时宣布，在其后的 2009 财政年度到来之前将裁员 5,500 人。

2008 年 5 月 7 日，美国前财长斯诺指出，美国正接近降息周期末端，但经济还将继续放缓。也就是说，降息的作用已经到了尽头，可是结果还



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是不尽如人意。降息这个魔杖的魔力看来还是太有限，特别是被用来对付次贷危机这样的冲击时。美国财长保尔森表示，美国金融市场正自信贷紧缩中逐渐恢复，信贷危机最糟糕的时期可能已经过去，但市场问题完全解决还需数月。看来这位政治家到这个时候，还在睁眼说瞎话。可能是为了稳定人心的政治需要，在搞忽悠。

很有意思，在一年之后的2009年5月底，人们的口气和那时候的也很相像：金融危机已经见底，但恢复可能还需要时间。这就是政治家，他们很喜欢说很多被一次次证明是胡说八道的胡言乱语，但依然是乐此不疲。而且很多时候还很有市场，这不能说不是一个咄咄怪事。难道民众就真的那么愚笨？还是另有原因？

美国3月NAR①成屋签约销售指数下跌1.0%，为83.0，与预期持平。

美国众议院将针对民主党提出的房市拯救计划展开辩论，该计划支持政府最终买入至多150亿美元的止赎房屋，并向大约50万户面临止赎的业主提供帮助。但共和党主持的白宫，威胁将否决该计划，它们不喜欢政府随意干预市场的正常运作。况且，这种干预，实际上就是财富的再分配，而且是没有效率也没有意义的再分配。

金融大鳄索罗斯表示，全球金融危机最危急的时刻已过，不过美国经济才刚刚开始感受到危机的影响。这句话很有意思：最坏的情况已经过去，但最主要的经济体才开始感受到影响。我听不明白他到底在说什么。

他在这里可能实际上是想说，金融危机的最坏情形已经过去，但是它对于美国实体经济的影响才刚刚开始：金融危机带来的经济危机才刚刚开始，民众能够体验到的高失业率和经济状况恶化的日子还在后面。

按照这种逻辑，在经济危机对美国经济的冲击发力之后，实体经济的危机势必又会反过来再次冲击金融系统，从而形成新的危机。在这种新的来自实体经济的危机冲击之下，作为虚拟经济的金融系统的危机，又怎么

① National Association of Realtors，美国国家房屋销售经纪人协会。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能就过去了呢？难道危机时开始于金融系统这个虚拟经济，就能够很容易终结于实体经济不成？

2008 年 5 月 8 日，美国财长保尔森预计，美国经济今年晚些时候将从衰退变为成长，联邦退税支票，能够通过刺激消费，立刻帮助美国经济走出困境。格林斯潘表示，信贷危机最糟糕的阶段已经过去，但是房价的下跌仍有很长的一段路要走。这两个人，是在睁眼说瞎话，忽悠民众。他们是在基于期待来预测经济的走向。

不过话说回来，如果经济体中的民众都相信他们所说的话，都认为经济危机和经济衰退已经过去，都放心大胆地花钱消费，那么，危机可能还真的就已经过去。但是，人们的行为并不是基于这两位或者那几位大佬级人物教给他们的“理解”来行动的。民众作为普通的消费者，他们是基于自己的亲身体会，基于自己对自己周围环境的观察和判断，基于对自己未来收入的预期，来进行理性的消费和投资决策的。在金融危机和经济衰退时刻，民众的经济行为通常比较保守一些，花钱也比较谨慎一些，危机之后美国民众储蓄率的持续上升就是这个理论的最好证明。在这种情形下，谨慎和保守的结果，实际上是放大了金融危机的冲击效果，延缓了经济复苏的步伐。对于民众的这种理性的博弈反应对政府政策效果的影响，经济学家也有很深入透彻的分析。

欧洲两大央行均宣布维持利率水平以对抗通胀。那时候的欧洲央行还非常有趣，还在为害怕人们花钱太多，进而推动物价上涨而担惊受怕。也是因为这种原因，欧洲政府的行动似乎是更迟缓一些。从这次金融危机的结果看，似乎在金融市场的博弈中，欧洲人还是不敌美国佬。反应迟钝也是一个很大的问题。

美国 5 月 3 日开始的那一周，新开始领取失业救济金的人数减少了 1.8 万，达到 36.5 万人，结果好于预期。美国 3 月批发库存月率，也意外地下降了 0.1%。看来，就业市场和生产市场的情况似乎在好转。美国众议院通过一项法案，建立规模为 3,000 亿美元的抵押贷款保险基金，并向房屋所有者再提供数以十亿美元计的资助。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年 5 月 9 日，花旗集团计划在未来两至三年内，剥离超过 4,000 亿美元的非核心资产。美国国际集团连续第二季亏损，拖累股价重挫，并且表示计划增资 125 亿美元。

欧洲央行表示，受美国次贷危机影响，欧元区银行将提高信贷标准，企业和家庭向银行借钱正变得愈发困难。流动性收紧，就相当于经济巨人能够呼吸到的氧气已经越来越少了，这后面就是实体经济的危机。不少人已经看到了这点。

2008 年 5 月 12 日，汇丰控股有限公司第一季度整体利润，较上年同期出现增长。摩根大通集团首席执行官戴蒙指出，即使金融市场危机结束，也不意味着美国不会陷入经济衰退。到了这个时候，人们还在想经济衰退是不是可以避免，而不是想经济衰退将会严重到什么程度的问题。芝加哥联储主席埃文斯声称，美联储目前的货币政策立场恰到好处，合理地平衡了经济疲软和通胀压力的风险。亚特兰大联储主席洛克哈特表示，过去几个月出现的严重金融市场问题还未完全解决，而美国经济已经明显放缓。英国央行报告说，该国 4 月份的信贷状况在继续收紧。

从这里看，当时人们的看法差别很大，经济数据和各种参数也相互矛盾。美国政府当时可能还很乐观，认为美联储的货币政策和政府的财政政策已经发挥了应有的作用，美国经济下行的风险在很大程度上被控制住了。也很可能就是由于这种乐观预期的存在，在几个月之后，在雷曼公司需要联邦政府救助时，美国政府觉得，让一个雷曼公司倒闭应该是没有什么大问题的，结果是有了预想不到的大冲击。

对于银行报出的好于预期的数字，有人乐观，有人怀疑。图 5—2 是美国 FDIC 公布的美国银行季度盈利的变化图。从 2007 年第四季度到 2008 年第一季度，银行的盈利有很大的改进。这种结果让市场暂时高兴了一阵。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

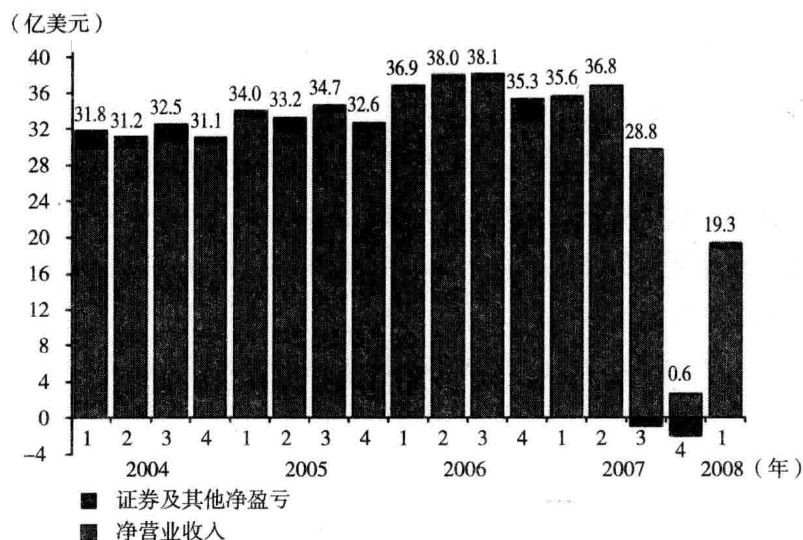


图 5—2：美国银行季度利润的变化

（资料来源：FDIC）

第五节　消费者信心短期回升

2008 年 5 月 13 日，伯南克称，美联储紧急注入流动性的做法，已经在帮助减轻金融市场所面临的压力方面发挥了积极的效果。但市场完全恢复正常，还需要时间。美国旧金山联储主席耶伦表示，对于美国金融危机的深化依然很担心，同时还忧虑房价进一步下跌的问题和可能带来的影响。英国住房部长弗林特说，英国房价 2008 年的年度下跌幅度可能达 5%—10%，目前还无法预计具体的严重程度。

2008 年 5 月 14 日，前纽约联储主席、当时的美林公司副主席表示，鉴于美联储采取的种种救市措施已开始发挥效果，源自美国的金融危机应当已经度过了最糟糕的时期。而美林公司的一位经济学家则认为，美国经济正处于衰退之中，政府本季度晚些时候将实施的退税计划，预计只能暂时阻止消



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费者支出的下滑。美林内部至此还没有看到自己将面临的困境，但已经很清楚地看到了美国经济的困境。很多银行和金融公司，在这个时候，实际上也还有机会，以稍微便宜一点的价格，出清自己手中的次贷类相关产品。但很多银行和金融公司没有这么做。这种误判最后让不少银行以破产为结局。

英国首相宣布了一项 3 亿英镑的房市援救计划。美国经济增长放慢缓解了由食品和能源价格飙升导致的通胀：4 月份 CPI 上升 0.2%，剔除食品和能源的核心 CPI 上升 0.1%。经济学家原先预计 CPI 和核心 CPI 均上升 0.2%。

表 5—1 显示美国城市消费者物价指数（CPI-U），2008 年 4 月和 2007 年同期相比，上升了 3.9%，和上一月相比，上升了 0.6%，而 3 月与 2 月相比上升了 0.87%。

2008 年 5 月 15 日，日本瑞穗银行报告称，四季度次贷损失 3,000 亿日元，而在 2007 年到 2008 年度，次贷相关损失为 6,450 亿日元（65 亿美元左右）。日本银行的次贷损失，实际上就是日本银行投资美国房贷债券的投资亏损。瑞士央行理事乔丹指出，一些领域由全球信贷危机引起的信贷紧缩压力正在缓解，但完全恢复还言之过早。国际货币基金组织主席卡恩指出，全球经济受到金融危机影响的最坏时期已经过去。美国住房建筑商协会 5 月房价指数为 19，预期为 20，房屋建筑商的信心 5 月份有所下滑。美国参议院的主要成员，已经在一项广泛的援助计划上达成一致，在该计划中房利美和房地美将支持一项政府抵押保险基金。

表 5—1：美国消费物价指数（CPI–U）[1]

月 年	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月	年度
2009	211.14	212.19	212.71	213.24									

① 美国政府通常公开两大类的物价指数：CPI-U 和 CPI-W。根据美国劳工部的定义，CPI-U 是基于所有城市居民的消费计算出来的（包括 urban wage earners and clerical workers, professional, managerial, and technical workers, the self-employed, short-term workers, the unemployed, retirees and others not in the labor force.）。而 CPI-W，则只基于那些挣小时工资的消费者和普通职员的消费计算出来的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年＼月	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月	年度
2008	211.08	211.69	213.53	214.82	216.63	218.82	219.96	219.09	218.78	216.57	212.43	210.23	215.30
2007	202.42	203.50	205.35	206.69	207.95	208.35	208.30	207.92	208.49	208.94	210.18	210.04	207.34
2006	198.30	198.70	199.80	201.50	202.50	202.90	203.50	203.90	202.90	201.80	201.50	201.80	201.60
2005	190.70	191.80	193.30	194.60	194.40	194.50	195.40	196.40	198.80	199.20	197.60	196.80	195.30

2008 年 5 月 16 日，美国 5 月密歇根大学消费者信心指数初值降至 59.5，低于预期。美国消费者信心指数从 2007 年 6 月就开始下跌，一直是跌跌不休，直到 2008 年 9 月才开始有所回升。但那次回升也只是短暂的，但是，这种短暂却给人一个错觉，让不少人因此而做出了错误的判断，结果损失惨重。

美国 4 月新屋开工意外增长，创下 2 年来最大增幅，季调后为 103.2 万户，较上月增长 8.2%。这个时期，欧元区以外的一些银行，利用欧洲央行放松抵押品要求的机会，对自己手中的一些评级较低的资产进行重新组合，并用这些资产作抵押向欧洲央行借款。这实际上是在钻空子，是在用几乎没有什么价值的资产来获得银行的贷款。这直接增加了银行贷款的回收风险，不过，这一问题在后来引起了欧洲央行的注意和担心，并做了一些策略调整。

2008 年 5 月 19 日，LIBOR 作为指标的可靠性受到质疑。券商计划推出纽约利率基准。这似乎是在说，以欧洲“为主”的利息指标不能够准确表述美国市场的借贷成本。事实上，并不是 LIBOR 本身出现了问题。均衡价格是由供需关系决定的，但是，影响供需关系的因素却很复杂。在流动性过剩的情形下，LIBOR 也只能是向低走了。而在流动性紧张时，LIBOR 就会上升。在经济恐慌的金融危急时刻，在大家都自顾不暇的时候，即使有的银行有钱，可能也会选择惜贷，这就会增加 LIBOR 的上推力。

到了这个时候，流动性不足已经形成。已经开始有人注意到，信贷紧缩的影响远未结束，即将冲击零售业。美国联邦存款保险公司指出，美国



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将面临新一轮的信贷紧缩。穆迪指出，美国 3 月份商业地产价格的跌幅至少创下 2000 年以来之最。美国参议院银行委员会通过一项立法，将创建一个新的政府支持抵押贷款的救援计划。英国第三大银行巴克莱银行正准备大举融资，以收购一家英国或是美国的竞争对手。德累斯顿银行说，信贷危机进入第二阶段，最严重时期未过。雷曼兄弟指出，美国等国家的房市衰退超出了预期。

2008 年 5 月 21 日，投资大师索罗斯表示，英国经济将无法避免衰退。英国抵押贷款协会表示，抵押贷款持续紧缩，对住宅市场需求和活动造成很大影响，因此预计今年英国房价将下跌 7% 左右。这里人们谈论的还是由于信贷紧缩带来的需求不足对住房市场的影响，还没有注意到房市泡沫对购房者的影响。前者是在通过银行系统来降低房贷市场的热度：想买房，但是借不到款，所以不能够买房。而后者则是市场玩家本身的消热：房价太高，即使能够获得贷款也不应该买房。

2008 年 5 月 26 日，纽约联储主席盖纳表示，没有一个国家能够独自应付全球金融危机，监管机构将必须寻找在现有基础上各方共同努力的办法。这说明，美国政府方面已经感到一种无力感，只有寄希望于国际之间的联手合作了。第二天，英国银行家协会资料显示，因为信贷紧缩的继续打压，房屋抵押贷款批准数量较上年同期下滑 39.4%。美国 4 月份营建许可季调后向上修正为 98.2 万户，较上月增长 5.4%。美国一季度的房价指数较上一季度下跌 6.7%。美国 4 月份新屋销售为 52.6 万户，好于预期的 52.0 万户。

5 月 28 日，高盛集团预测，美国房市离底部已经不远。美国抵押贷款银行家协会表示，5 月 23 日当周季调后，抵押贷款申请活动指数下降 4.6%，至 4 月 25 日当周的最低水平 593.3。

5 月 29 日，次贷导致日本金融系统遭受重创，累计损失 1.7 万亿日元（170 亿美元左右）。美国联邦储备保险公司说，市场动荡最糟糕时期已经过去，但依然处于信贷紧缩初级阶段。就在这一天，美国投资银行贝尔斯登公司股东接受收购协议，同意将公司出售给摩根大通公司。如果在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贝尔斯登出局时，就能够让整个救助机器开动起来，或许后来的结果会好不少。

第六节　多米诺效应

2008年6月2日，英国大型抵押贷款机构布拉德福德·宾利银行，计划通过增发新股，来从股市再次募集2.5亿英镑。这表明，该公司已经面临着越来越大的流动资金不足的压力。该公司声称，市场上的融资成本依然很高，同时抵押贷款市场还在继续恶化之中。事实上，由于市场对信贷危机的担忧加深，3个月的英镑LIBOR利息在持续上升。标准普尔表示，摩根士丹利、美林和雷曼兄弟，可能需要减记更多的资产。也就是说，这些投资银行的财务状况，将会继续恶化。次日，部分分析师估计，雷曼兄弟可能将公布1994年以来的首个亏损季报，该投行因此可能需要筹集30亿到40亿美元资金。英国皇家采购与供应协会PMI①5月份下滑至43.9，为连续第三个月下跌，且下滑速度为十几年来最快的一次。6月5日，英国5月Halifax的房价指数月率下降了2.4%，高于预期的1%下降幅度。英国财政大臣说，英国政府将采取一切必要措施来支持房产市场，不让它崩溃。

美国房贷市场第一季度因按揭还贷违约而进入止赎程序的贷款比率，已经达到了创纪录的0.99%，也就是说，平均而言，在每一百个房贷按揭里面，就已经有一个出现了违约不还贷的问题。这个数字和2007年同期的0.58%相比，几乎上升了一倍。面对不断恶化的房市，美国参议院金融委员会主席要求国会能在7月4日假期之前，通过一项美国房屋市场的

① Purchase Management Index，采购经理指数，是一套月度发布的、综合性的经济监测指标体系，分为制造业PMI、服务业PMI和建筑业PMI。目前，全球已有20多个国家建立了PMI体系，而且，还基此建立了世界制造业和服务业的综合PMI。PMI是通过对采购经理的月度调查汇总得出的一个反映经济变化趋势的指数。人们通常是将PMI指数进行月份比较，如果PMI大于50%，表示经济相比上一个月有所上升，反之则表示是在下降。该指数体系对政府部门、金融机构和投资公司等对于经济发展趋势的预测和分析，有着很重要的参考意义。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拯救方案。

6月6日，国际金融研究所估计，2007年年初以来，全球银行业信贷损失已达3,870亿美元。其中，欧洲银行业损失最大，为2,000亿美元，美国银行业也损失了1,660亿美元。市场流动性仍然不够，3个月的欧元LIBOR大幅上升了近10个基点，创下7年多来单日的最大涨幅。这表明，欧元借款成本也在上升，也就是说，流动性处于继续紧缩之中。

6月9日，巴克莱资本的分析师说，失业率的暴增将进一步推高抵押贷款的违约率。这实际上是在说，恶性循环已经开始：源自虚拟经济的危机影响实体经济，其后又会反过来影响虚拟经济。雷曼兄弟已经意识到自己问题的严重性，预期季度亏损28亿美元，并宣布筹资60亿美元，这个数字远高于市场预期的30亿—40亿美元的水平。请注意，至此为止，国际金融形势的风险已经是很明显、很大了。可是，就在这个时候，中国也还有银行，在这时候拿出巨资来帮助雷曼融资。这时候出头充当阔佬，结果只能是挨枪子。下一次，在美国的金融机构都哭穷的时候，中国的金融机构是得好好做做自己的功课了。

6月10日，美国4月NAR成屋签约销售月率上升6.3%，成屋签约销售指数升至88.2，为去年10月以来最高。可能是基于这个信息，伯南克认为，房产市场的恶化趋势已经开始减缓，有助缓解经济衰退的程度。英国5月RICS房价指数升至负92.9，也暗示房市有所改善的迹象。但是，3个月的美元LIBOR还是创下2007年8月9日以来的单日最大升幅，达到2.79%。说明市场的流动性还是很紧。

6月12日，有报道称，雷曼兄弟公司的财务长与运营长都已经离职。这已经说明雷曼公司的财务状况恶化到了很严重的地步。他们已经对收拾这个烂摊子失去信心了。第二天，国际货币基金组织主席表示，美联储、欧洲央行在市场紊乱中表现良好。格林斯潘声称，信贷危机的最坏时刻已经或者快要过去。为了鼓舞人心，格林斯潘老头子和巴菲特老头子一样，一次次出来亮相，忽悠他人，最后是自己在忽悠自己。也不知道一向出言谨慎的格林斯潘老先生，这时候是真的这样想、这样看，还是仅仅为了美



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国的国家利益才违心那样说、那样做的。

6月16日，英国央行报告声称，全球货币市场状况仍有一些紧张。亚欧会议声明指出，经济风险来自美国经济增长放缓、信贷紧缩和通胀。美国6月NAHB房价指数降至18的记录低点。6月17日，德意志银行认为，欧洲货币市场在信贷危机结束前，可能不会恢复正常。高盛将敲定价值70亿美元的SIV（Structured Investment Vehicle）重组计划。美国5月新屋开工季调后年率降3.3%达97.5万户。4月数据大幅下修至100.8万户。

所谓结构性投资工具(SIV)，是一种在影子银行（shadow banking system）中使用的对冲基金投资工具，是在1988年时由花旗银行发明的，最后也是它让花旗亏损巨大。它的操作在原理上实际也不是很复杂：首先，金融机构设置一个独立的投资公司，并且通过这个独立的投资公司来销售商业票据等短期债券获得利息较低的资金，也就是借款融资，不过是短期融资而已，目的是为了获得比较低的借款利息。其后，就用这些借来的利息率比较低的资金，购买长期债券，以便获得相对较高的利息。所购买（投资）的债券和借到的钱之间的利息差，就是这种公司的利润。说穿了，就是一种空手套白狼的手段：融资，借钱去购买债券，以获得利息差作为利润。

全球在金融危机爆发之前，大约有30家SIV机构，它们所持有的资产总额在4,000亿美元左右。那些资产可都是来自对本金安全特别渴望的投资者，他们并没有多少贪婪之心去冒风险获得高额回报的。最后，他们还是被人给宰了。

银行的这种SIV生意，和当年房利美做的“借短贷长”获得利息差是一个道理，同时也面临一样的风险和麻烦。借短，虽然从理论上看风险比较容易预见，所以容易控制，但这次的金融危机则告诉大家，那也是一种幻觉。很多“以为是”的东西，最后可能会给你带来预想不到的损失。

而且，短期利息也不能够保证就总是比长期利息来得低，这两者的关系有可能逆转，于是就有可能给你带来负的利息差，导致亏损。房利美当初就面临过这种尴尬的处境。再者，你向人家借短获得的资金可能还得给予某种安全保证。因为一般而言，短期的借款提供者都是很在乎安全性



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，他们宁愿用牺牲利息收益的办法来获得安全保障。但是，你的长期投资那部分的安全性却很可能最后得不到。这就是一个巨大的风险，次贷债券产生的债券包就是一个很明显的例子：看上去“绝对”安全，最后实际上是很不安全。

还有一点，很多时候“不是问题的问题”：你得不断地在短期借款到期之时找到新的借款来源做替代，有时候，你可能会发现，这个替代不存在，没有人愿意借钱给你。在金融危机爆发之后，在流动性不足之时，很多投资者可能不愿意借钱给你去搞这种实际上风险很高的投资，这时候，面对即将到期的债券，你的运作就有大麻烦。国内目前对于融资方面管理得比较紧，很多人只能够通过“特殊”渠道来获得资金，那样获得的资金成本更高，而且，通过那种渠道借出钱的人的资金所面临的风险更大。如果适度放开融资渠道，在风险控制方面下点功夫，可能比将大门关死要好不少。而且，政府方面也可以借机逐步摸清规律。靠控制，在一个全球开放竞争的经济环境之下，并不是什么好办法。

这里的所谓结构性，就是投资工具和投资渠道（管道）的结构，和传统的相比有一些改变，或者叫做“改进”——更加复杂化一些。复杂化听起来好像是更高级一点，实际上是加大了投资风险，这种增加的风险可能会为你带来额外的回报，也可能会给你带来巨大的亏损。在次贷危机爆发之前，很多投资的对象是以美国的房贷债券为基础，不论方法多么复杂，所使用的工具的名称多么好听，在违约率增加时，这种投资的风险就会增加。不过，在开始时人们似乎普遍认为，这种风险的发生是一个小概率的事件。

在这种类型的投资中所使用的工具，通常是通过某种约定，在客户普通存款的基础上再适当加入一定的衍生产品结构，并同时将理财收益与国际和国内金融市场上的一些参数挂钩。至于挂钩的参数选择，就更是五花八门，甚至是让人眼花缭乱：汇率、利率、信用指数、股票指数等都是人们可以使用的。这样做的目的，就是使投资者在结构性理财产品到期保本的同时，有机会获得比传统存款更高的收益率。这里谈的“保本”，是通过对冲风险来实现的，不过，即使是对冲，也必须基于一定的假设，在假

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设的前提被打破，也就是小概率事件发生之后，对冲的效果就会很小，结果是本金的保护成为一句空话。

你可以说它是一种变异的“定期存款”：在固定期限里保证你获得某种固定的“利息”，如果想再复杂一点，还可以分成一个固定的保本利息和变动的“奖励利息”。在时间段上，自然也有短期、中期和长期之分。

从设计上来看，相比普通的定期存款及目前市场上的其他理财产品，结构性投资产品具有低风险和相对而言高一点的收益等特点。很多人以为这就是“结构投资产品”的特点，实际上，它只是该类产品的设计目的。目的也就是一种期待，但期待的东西并不一定就是肯定的结果。在很多时候，投资者将两者视为一体，推销金融产品给你的人也通过含糊不清的语言来暗示你就是那么一回事。结果，很多投资者，甚至国内专业的国家级金融机构，也被人家忽悠而造成不可挽回的巨大经济损失。

人是很容易被自己的经验所说服的。即使有人一再告诉你，有时候这种设计的目的并不能达到，可能也还是有不少人不以为然。就最安全的货币市场基金来说，由于投资者所购买的都是短期内固定期限的美国国债，外加那些信用级别很高的企业发行的短期债券，风险应该是很容易被预期到的。而且，在过去很长时间内，也确实是没有出现过亏本的问题。不少人就以为，这种货币市场基金就是“绝对”安全的，结果，在看到“本金不保”的问题出现之后，就不知道如何是好了。还好，这种风险虽然发生了，但毕竟还是在可控的范围之内，还没有给投资者带来太大的损失。否则，世界金融市场的混乱也会更大。

对 SIV 工具的大量使用，也是这次金融危机的一大特色，同时，又由于它们被大量联系到次贷债券产生的 AAA 级“安全”债券的投资，最后让不少的银行不得不承担巨额亏损。美利坚银行 2007 年第四季度盈利下降 95%，就是因为 SIV 投资失利的结果。另一家美国银行（Sun Trust Bank）在同期盈利下降了 98%，也是因为同样的原因。①

① “Bank of America barely profitable; $5.3B hit”, cnnmoney.com, 2008—01—22. Valerie Bauerlin, Andrew Edwards：“Loans Gone Bad Hit SunTrust”, WSJ.com(2008—01—24).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英国诺森罗克银行最后在 2007 年 8 月被政府接管，巨额亏损也是来自这种看上去“很安全”的投资工具。它的问题暴露得比美国的银行要早得多，可惜的是，原本应该很敏感的华尔街人，却很少有人对此表示出自己的在意。

许多美国的银行，最后都是用这种没有多少市场价值的 SIV 中的债券做抵押，从美国政府的 TAF 基金中获得流动性需要的贷款的。能够通过拿“垃圾”做抵押获得美国政府的贷款，当然也只能是美国自己的银行了。救市嘛，很多“礼节”和“规矩”就没有办法讲了。在这个行当经营最久的斯格马金融公司（Sigma Finance），在 2008 年 10 月初就宣布停止营业，并且随后开始清算自己公司的资产①。

但是所发生的情形，实际上给中国相关金融机构一个很好的教训：中国目前产生了很多的需要保证安全的资金，如果你不是很专业和小心，即使你的动机是很小心，最后也还是可能会导致亏损，甚至不得不面临血本无归的结果。

6 月 18 日，美国抵押贷款银行家协会表示，美国上周住房抵押贷款申请活动指数进一步下降。这也是在过去五周的时间内，该指数连续第四次下降。在那天，摩根士丹利公布说，持续的信贷紧缩所导致的公司投资银行业务的减少，将加重公司在债券交易方面的亏损额，在此基础上，公司第二财季的利润将也跟着大幅下滑。

6 月 19 日，贝尔斯登两名前对冲基金的经理，由于他们的决策失误最后导致所管理的基金破产，将面临法律诉讼。同时，由于融资能力受损，穆迪下调了安贝克金融集团（Ambac）和 MBIA 公司所属保险机构的 AAA 最优评级 。对于次贷相关保险产品的风险低估，已经开始为人们所认识到。②

2008 年 6 月 20 日，保尔森对冲基金创始人约翰·保尔森表示，全球

① Neil Unmack and Jody Shenn Sigma：“Finance Plans to Stop Trading, Making Payments”，(2008—10—1)．

② 前面说过，债券保险的最主要问题出在对风险的低估，到这时候，人们开始注意到这个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因次贷危机造成的损失可能达到 13,000 亿美元，这一数字远远超过 IMF 预测的 9,450 亿美元。保尔森的观点之所以重要，主要还是事后看到的。在次贷危机中，看到次贷带来的房市泡沫给对冲基金带来的机会，并且通过赌美国房市违约率必然大幅升高而获得巨额利润的，保尔森就是最厉害的一位。他在 2007 年一年就给自己带来了 37 亿美元的利润。事后，美国政府专门传讯他，想知道在他自己看到次贷危机即将发生的迹象时，在他开始大赌金融危机成为必然时，他是不是警告过华尔街应该注意到危机即将来临？

一般来说，对冲基金是在自己已经布置好自己的伏击部队，等待埋伏战的成功时，才开始“告诉”市场危机已到，目的是想让更多溃败的军队更主动地钻进自己已经设好的埋伏圈，让自己获利更多。美国政府的事后调查没有获得任何结果，倒是有不少人在说“保尔森赚人家的危机钱有点不道德”。这是他智慧投资的结果，我不觉得有什么不道德的问题。在战场上是没有多少规矩可言的，一切为了胜利。再说，危机又不是他制造的，他至少比当初索罗斯要道德得多，后者还“主动制造”了亚洲的金融危机呢。

2008 年 6 月 22 日，花旗集团计划裁减旗下投资银行部门约 6,500 名员工，许多高级管理人员将离职。次日，有消息说，高盛集团也将在 2008 年裁减投资银行部 10% 的雇员人数，他们主要来自公司负责合并与收购咨询以及公司融资业务的部门。美国金融业大裁员的时代正式开启。6 月 24 日，英国 5 月 BBA 抵押贷款许可 2.7968 万件，创全年最低记录。高盛表示，经济前景恶化加上银行损失，信贷紧缩局面继续延伸，美国垃圾债券违约增速可能高于预期。

6 月 25 日，美国 6 月 20 日当周 MBA 抵押贷款申请活动指数下降 9.3%，至 6 年半来最低 461.3。经济合作与发展组织秘书长葛利亚表示，由于银行和监管机构都未能有效防范信贷危机，全球金融市场正面临一场信心危机。

6 月 26 日，美国 5 月 NAR 成屋销售 499 万户，预期为 493 万户。高



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盛分析师估计，花旗集团第二季需要进一步减记 90 亿美元资产，并需额外筹资自保。并估计花旗第二季每股亏损 0.75 美元，远高于此前的 0.25 美元。针对花旗的资金问题，伯南克说，所有银行都需要募集资本以应对可能的风险。美联储批准美国大部分银行选择采用新风险资本框架。美利坚银行表示，在其完成收购美国最大的抵押贷款商全美金融公司之后，未来两年预计将裁减大约 7,500 个职位。美利坚的这一收购行动，事后看来并不是很明智，不过，后来对美林证券的收购就更差了。这两笔收购，最后将美利坚银行自己几乎拖到了破产的边缘。它低估了可能涉及到的风险，同时又高估了自己承担风险的能力和自己的财政实力，付价太高，急于求成。到 2009 年 10 月时，该银行的 CEO 在一系列压力之下，宣布提前退休。这家美国最大的金融机构之一，由他一手打造出来的，他可是美国金融界和格林伯格一个档次的经营怪才。

6 月 30 日，英国金融时报发表的一项研究显示，在信贷危机中，某些“最安全”的 AAA 及债券也将遭受冲击而变得不安全。到了这个时候才说这话，看来是反应太迟钝了一些。英国央行表示，5 月抵押贷款许可数量较前月减少 28%，至 4.2 万件，低于预计的 5.1 万件。7 月 1 日，英国 6 月全国房价指数连续第八个月下跌，年率跌幅为 6.3%，较去年峰值下滑超过 7%。澳大利亚联储表示，信贷增长已明显放缓。瑞士联邦银行委员会透露，将在 10 月之前对瑞银和瑞信实行更严厉的资本管制规则。

7 月 2 日，摩根士丹利预测，信贷危机的影响可能延续至 2009 年。英国政府表示，将拨款 2.7 亿英镑建造更多的廉租房与共用产权住宅。次日，英国央行调查显示，二季度家庭担保贷款违约率和亏损升幅均超预期。美国财长保尔森表示，要鼓励银行披露损失。那时候，对于次贷危机可能造成的损失，大家实际上是在“瞎猜”，很多银行为了自己的利益，在想着法子大事化小。真实披露自己在债券投资方面的亏损，对银行自己可以说是有百害而无一利。如果能够让市场以为自己的经济状况良好，对于自己的继续融资和渡过难关，都有好处。保尔森的呼吁实际上也是自己过过干瘾而已。金融市场的博弈不会让金融机构有积极性主动告知自己负

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面的实情。美联储资料显示，7 月 2 日当周，金融机构平均每日通过贴现窗口获得的信贷总额为 167.8 亿美元，低于之前一周的 208.7 亿美元。这似乎是在说，银行也并不是很缺钱。

2008 年 7 月 4 日，受次贷危机打击严重，瑞银集团中报可能出现亏损。摩根大通计划在其欧洲投行业务部门裁减 10% 的员工。高盛集团表示，受信贷条件恶化影响，为将资本充足率保持在目前水平，欧洲银行业可能需要筹资 600 亿到 900 亿欧元。穆迪宣布，将英国一家抵押贷款机构机构① 的债信评级，一下子下调四档。也不知道这些评级机构是干什么用的，为什么没有能够及时发现问题，及时提示投资者可能的风险。冰冻三尺，不可能是一日之寒。

7 月 7 日，日本央行季度性地区经济报告指出，日本的房产市场投资正在温和恢复。从事后看，日本房贷市场所遭受的危机冲击，和美国及英国相比，要小很多。在那天，瑞士报纸说，金融企业在全球次贷危机的损失可能高达 1.6 万亿美元。雷曼兄弟公司的分析师预计，正在拟议中的会计条例，可能将迫使房利美和房地美再筹集多达 750 亿美元的资金，否则无法满足要求。

7 月 8 日，美联储主席伯南克表示，可能延长一级经纪商信贷工具期限到 2009 年。美国联邦住宅管理局表示，将放宽其抵押再贷款计划，帮助更多未能履行合约及遭遇失业等困难的按揭贷款人。美国 5 月份 NAR 成屋签约销售指数月率下降 4.7%，降幅高于预期。这时候，政府方面是能够提供的“方便”就尽可能提供。7 月 9 日，欧盟阿尔穆尼亚表示，次贷危机开始冲击实体经济。

7 月 10 日，伯南克表示，市场仍在继续动荡，可能需要对投行监管予以立法。7 月 11 日，IMF 主席卡恩表示，金融危机最严重时期已过去，但危机对经济造成的影响依然存在。如果房地美和房利美情况恶化，美国政府可能考虑予以接管。在这天，美国第二大独立抵押贷款银行印地麦克

① Bradford & Bingley.



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行宣布倒闭，成为次贷危机下牺牲的第五家金融机构。印地麦克银行是当时美国历史上第二大规模的倒闭银行，仅次于 1984 年破产的美国大陆伊利诺伊国民银行的规模。很快，这个纪录就被华盛顿互惠银行的破产给打破了。

2008 年 7 月 13 日，美国财政部和美联储联手推出了拯救房地美和房利美的计划，其中包含了向这两家公司直接提供贷款和买入其股份在内的一系列措施。7 月 14 日，英国央行官员巴克认为，英国房价可能大幅下挫。美联储理事会一致通过了一项旨在更好保护消费者，使他们不受具有欺骗性抵押贷款行为危害的相关法规。索罗斯称当前金融危机是其一生中碰到的最严重的金融危机。很可惜，这么大的机会被他错过了。这位可是靠发人家的危机财起家和发家的人物。

2008 年 7 月 15 日，美联储主席伯南克声称，因为房市疲软、信贷趋紧等威胁经济，美联储的首要任务是恢复金融市场的稳定。美国会同意迅速采取行动支持房利美和房地美，但计划在财政部的建议方案上再做一些修改。美国证券交易委员会主席考克斯表示，正在进行 40 多项次贷相关的调查，也就是想看看里面到底有哪些违规违法的行为，还有就是情况到底糟糕到什么程度。

2008 年 7 月 16 日，美国 7 月 11 日 MBA 抵押贷款申请活动指数上升 1.7%，至 522.2。7 月 17 日发表的数据表明，美国 6 月份新屋开工意外增加了 0.9%。摩根大通、可口可乐和联合技术三大道指成分股第二季度的财报好于预期。2008 年 7 月下旬，花旗集团、美利坚银行及富国银行的第二季业绩也优于预期。美联银行则相反，它第二季度的亏损将近 90 亿美元，看来这家银行也不行了。非金融类企业如麦当劳、卡特彼勒（Caterpillar）等公司第二季业绩优于预期。到这时候，看来金融危机对实体经济的影响还没有体现出来。这种滞后性实际上是很正常的。

2008 年 8 月到 9 月，是美国经济重病病情显示的时刻，也是在那个月，成就了奥巴马的总统梦。那年 9 月，美国总统候选人开始将主打议题的第一位列为经济了。在雷曼破产之前，奥巴马和共和党候选人麦凯恩的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支持率实际上差别很小，如果没有雷曼公司的破产，没有随后的一系列金融机构的危机，最后奥巴马能不能成就自己入主白宫的梦想，还是一个很大的未知数。雷曼的破产，成为压死麦凯恩的最后一根稻草。

次贷导致的大量的还贷困难，由于利息的上升，已经变成一个普遍性的问题了。在这时候，一直靠造假账，期望能够熬过困难期的美国两大房贷巨头，房利美和房地美，实在是再也瞒不过去了。两房陷入财政危机，由于涉及的国家和债主太多，美国政府无法承担破产后可能的政治风险，决定用纳税人的钱来补窟窿，接管了这两家上市公司。公司的股价也最后跌到了几毛钱，成为标准的垃圾股。

事实上，在 1980 年时，两房也做过类似的冒险买卖，那时候由于涉及的份额不是很大，不仅在短期内得以自救，而且还在其后，基于更加保守的投资策略，获得了很好的利润成长。公司的股价也一路飞涨，曾经成为彼得·林奇最得意的投资经典。①

可惜的是，当年的教训，新一代的公司领导者并没有吸取，反倒是为了自身的利益，而不顾风险，进行了更大的投机。

① 关于房地美和房利美在 1970—1980 年的故事，请参阅：《价值投资：股市投资制胜之道》，崇文书局 2009 年 1 月版。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六章
善战者，致人而不致于人
——雷曼破产

2008 年 9 月 15 日，对于雷曼人来说，是一个悲伤的日子，对于世界来说，是一个大崩溃时代的开始。这个曾经的美国第四大投资银行，从这天开始，它历史上的辉煌岁月将画上一个永远的终止符。

雷曼公司的破产，是美国金融历史甚至是世界金融历史上很重要的一件大事，是一次里程碑事件。雷曼的破产，是由次贷危机引发的金融危机开始的标志。一年之后的 2009 年 9 月 15 日，美国主要媒体还就雷曼倒闭一周年，搞了很多“庆祝”活动。借以回顾和总结在这一年之中所发生的事件，特别是人们从雷曼破产中所获得的启迪。

孙子说，“凡先处战地而待敌者佚，后处战地而趋战者劳。故善战者致人而不致于人。能使敌人自至者，利之也。能使敌人不得至者，害之也。故敌佚能劳之，饱能饥之，安能动之。”他这里谈的是以逸待劳的好处：如果可能的话，让对手疲劳比让自己劳累效果要好很多，特别是在那个靠人和动物的脚力拉动的年代。孙子还说，“出其所不趋，趋其所不意。行千里而不劳者，行于无人之地也。攻而必取者，攻其所不守也。守而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必固者，守其所不攻也。故善攻者，敌不知其所守；善守者，敌不知其所攻。微乎微乎，至于无形。神乎神乎，至于无声，故能为敌之司命。”也就是说，如果你必须出击去攻击对手的话，那么最好就是攻击对手没有办法救援的部位。

从表面看，雷曼的破产似乎与这个理论没有什么关系，但是，如果你细想一下雷曼之所以失败的原因，就不难发现一个事实：雷曼在自己无法救援的所有地方，都将战线拉得很长很长。在这种情形下，只要存在任何一种攻击力量，雷曼这支看上去庞大无比的部队，就会在顷刻之间被彻底打垮。结果实际上就是这样的，而且，很多金融公司在这次危机前都犯了类似的错误。金融战场和军事战场的最大不同是，很多时候你可能看不到真正的对手，或者不知道谁才是自己真正的对手，结果是，你最后自己将自己打败了。

第一节　领袖的魅力

雷曼兄弟控股公司是一家标准的百年老店，有着 150 多年的历史。雷曼是一个经营品种齐全的金融机构，它所经营的业务范围包括公司债券和债券上市服务、投资市场研究、证券交易业务、金融资产投资管理、私募基金业务和私人银行服务。在债券经营领域，雷曼还是美国国库券的主要经纪商之一。雷曼兄弟公司是《财富》杂志选定的财富 500 强公司之一，按照 2008 年时的资产统计排名，它是美国第四大投资银行。

理查德·福尔德（Richard Severin Fuld,Jr.），是雷曼兄弟公司在破产时的董事长和执行总裁，1946 年 4 月 26 日出生于美国的纽约，世界的金融中心。高中毕业之后，福尔德加入了美国空军，当上了一名空军飞行员。蔚蓝色的天空和翱翔其中的钢铁海燕，时时让福尔德流连，不愿回返。他和不少那个年纪的小伙子一样，原本计划在蓝天发展、成为蓝天将军的雄心，却因为自己暴躁的脾气给毁于一旦。

有一次，他为一件小事和自己的部队领导争执了起来。由于感觉长官



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仗势欺人，他动手打了自己的长官。于是乎，他的军旅生涯也由此画上了句号。据他自己回忆说，那次动手的原因，是为一个遭到长官嘲弄的新兵打抱不平。他当时是为正义而战，而为了正义和公平，应该不顾一切后果。

短期的军旅生涯之后，福尔德退役进入大学深造。1969 年，纽约长大的福尔德，从美国中北部的科罗拉多大学（波尔得分校）毕业，获得学士学位。在大学期间，他是一个很活跃的人物，还是学生社团的领导人，初展他的领导才能。

大学毕业之后，他回到了故乡纽约市，在雷曼兄弟公司谋得了一个商业票据交易员的职位。在那里，福尔德从最低的实习生工作做起。在得到雷曼的正式工作后，为了提高自己在金融领域的知识，他又开始利用业余时间，攻读商学院的金融相关课程。1973 年，他在纽约大学斯特恩商学院获得工商管理硕士学位。从 1969 年 23 岁进入，一直到亲手将公司埋葬的 2008 年止，为期四十个年头，福尔德一直就没有离开过雷曼兄弟公司。他在那里业绩不错，升迁也很顺利，特别是在获得路易斯·格拉克斯曼的赏识之后。福尔德一度是路易斯·格拉克斯曼的骄傲，是后者识才和用才的典范之一。对于这家和自己相伴了 40 年的公司，福尔德有着非同一般的感情。他所拥有的一切，都是雷曼兄弟公司所赋予的。雷曼不仅给了他一个得以生存的工作，还给了他巨大的声誉和巨额的财富。

福尔德在雷曼的四十个年头，见证了雷曼的辉煌，也经历了雷曼的困苦和挣扎，还有雷曼被人兼并、剥离的过程中的心酸。有那么一段时间，雷曼就像是一个无人喜爱的弃婴，被人买来卖去。他是雷曼的老人，是雷曼养育了他，雷曼兄弟公司的历史就是他的历史，雷曼的辉煌就是他个人的辉煌。他的一生和雷曼紧紧地联系和捆绑在一起。为了雷曼兄弟公司的光荣，更为了自己的梦想，福尔德不止一次忘我地战斗和抗争。取得了一次又一次胜利，可是这最后一次，他成为一个历史的罪人和永远的失败者。福尔德在雷曼兄弟公司的成功故事和奋斗历史，曾经被无数的后来者奉作典范，视为经典案例来学习和模仿。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当雷曼公司在 1994 年被美国运通公司分拆上市，作为一家独立公司运作时，福尔德是新公司的 CEO 和董事长。当时，华尔街对于雷曼的前途并不看好，没有几个人认为雷曼真的能够独立生存下去。不少人还在预测说，作为上市公司的雷曼，很快就会不得不再一次面对被另外一家公司兼并的问题。当时雷曼的经营情况不是很好，危机四伏。作为公司的掌舵人，福尔德一次次告诫自己得坚持下去，背水一战，闯出一条生路。事实上，公司当时的困境，从上市之后那几年业绩不佳股价低速也能看出来。

在 1987 年黑色的星期一股市崩盘之后，美国经济开始了一波的熊市下行。以那为开端的经济衰退，在 20 世纪九十年代初开始影响到世界大多数的国家和地区，特别是那些与美国经济关系紧密相连的国家和地区。

不过，日本和欧洲部分地区所遭受的影响和打击，远没有美国所经历的严重。第一波危机冲击很快就过去了，正当人们在期待着经济全面复苏时，海湾战争打响，由此带来石油价格的飞涨，再一次将刚刚出现生机的美国经济打入地狱。海湾战争对美国经济的打击所造成的损失，一直到 1992 年才得以恢复，加拿大直到 1995 年才开始转好。当时的日本和德国，由于没有卷入海湾战争等原因，比美国复苏得更快一些。就是在这种国际经济背景下，福尔德开始了他驾驶雷曼这艘游轮的远航。战战兢兢，心中无底，祈求上帝保佑，用心经营，就是当时福尔德所经历的和所做的事情。

福尔德是一个应对危机经验丰富的领导者，是在华尔街有着传奇色彩，能够创造奇迹的人。在雷曼公司从运通分离独立上市以后的短短十来年间，福尔德就经历过好几次国际范围金融危机的冲击。每一次都在福尔德的领导下幸运渡过，并且还因此而积累了不少的应对危机的经验和教训。

1997 年夏天发生的亚洲金融危机。索罗斯等国际金融狙击手对亚洲国家汇率的成功狙击，导致了亚洲国家汇率和股市的大幅下跌。那次危机虽然发生在遥远的亚洲，但由于危机规模大，冲击力强，它所带来的全球性的金融危害也大。雷曼公司一直在亚洲地区有很重的投资，亚洲国家汇



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率的下跌，对于以美元计算的雷曼的投资品而言，必然带来大量的投资损失。对于以高倍杠杆投资为主要特色的雷曼公司，投资品贬值是一个很大的挑战。但是，由于当时雷曼采取的还算比较保守的投资策略，危机虽然来势凶猛而且突然，但雷曼也还是得以安然渡过。

在1997年的亚洲金融危机最险恶的时刻，雷曼陷入现金不足的绝境，公司因为危机出现了一定程度的流动资金困难。当时，市场也注意到了这个问题，并且还因此出现了大量的对公司不利的"谣传"，市场上的投机者也趁机卖空雷曼的股票。对此，福尔德采取的是不予理睬的自傲自大，以不变应万变的对策。这种策略实际上就是诸葛亮的"空城计"——我有问题，但是如果我能够让大家觉得我没有问题，那么，我就不会有问题。那一次，是雷曼与市场上的投资者、关联企业和交易对手之间的一场智慧对垒。

对于一家投资银行，自己的声誉和市场对自己的信心，是非常重要的。但是，面对市场信心的下降和自己声誉的下跌，福尔德没有采取必要的行动来挽回损失。相反，他授意下属对市场谣言置若罔闻。他说，做好咱们自己的事情，假以时日，谣言自然就会随着时间的消逝而自动消失，时间老人会解决一切问题。

雷曼的沉默，被市场解读为"事态已经严重到无言以对"，结果是市场信心的继续衰退，而这又导致公司的流动资金继续枯竭，以致到了步履维艰的地步。也就是说，当时是雷曼几乎走到了死亡线的边缘。大量的投机者借机通过各种方式沽空雷曼的股票；谣言导致投资者对投资雷曼的价值产生怀疑，结果是股价被打压；而被强大的沽空力量打压的股价，又使谣言的正确性被"证实"。这种被狙击者一次次成功使用的战略，在雷曼面前再一次被展现开来。

值得庆幸的是，一则当时的雷曼的问题确实是没有那么严重，再则，在福尔德的智慧领导下，很多被动的经营局面很快就被扭转。在自己幸运获得生存之机后，在雷曼总结危机应对的经验时，福尔德坦承说：我们没有采取积极的措施来面对舆论和谣言，看来是做错了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，新千年时互联网泡沫的破灭，对于雷曼也是一次不小的挑战。但雷曼人也安全渡过了。几次金融危机之后的雷曼和福尔德，应该是更加成熟和强壮。可惜的是，事实上并不是如此。“智者千虑，必有一失”说的是，再缜密的思考都有可能存在考虑不周的地方。雷曼的教训则告诉我们，再小心的风险管理，如果被贪婪心所战胜的话，你再好的“智者千虑”，也依然会有几个很大的风险死角无法考虑到。这次的金融危机倒是再次证明了这样一个道理的正确性：金融战场上没有常胜将军，保住底线比利用机会获得最大的利益还要重要。

这一次，在美国的房市泡沫开始减小的时候，如果雷曼敏感一点，应该是不难感觉到的。对于一个以风险管理为上的投资银行，对于一个自己已经深度卷入次贷放款的金融机构，雷曼不可能不注意到次贷危机的先兆和影响。问题是，在危机开始发生时，雷曼不仅没有在看到风声时就开始谨慎和保守，而且将它视作一次难得的赚大钱的机会，采取了更加冒进的策略。结果使自己越陷越深，不能自拔。

在由于次贷危机带来的投资失误开始浮出水面之后，人们说，雷曼人这一次面对危机的公关水平看来是高明了一点。雷曼自己也说，在这次危机出现之后，公司吸取了 1998 年那次金融危机时被动应对造成失误的教训，主动应对，诚实为上，作为这一次公关的主打策略。

从表面来看，雷曼人似乎真的是这样：诚实为上！不过，作为投资者，如果你真的这么认为，那么，等待你的就是你自己的投资亏损和被忽悠。

任何一家金融公司都会说自己很诚实，在你抓到它们不诚实的把柄之前，它们“事实上”也是很“诚实的”。雷曼这次就是这样，其他的大量美国金融巨头这次也都是这样。在自己面临危机的时刻，怎么样在不犯法的前提下来忽悠投资者，获得自己需要的资金和有利于自己的舆论环境，就是每一家企业尽心尽力在做的事情。

雷曼也是一样，在次贷危机爆发之后，公司才开始意识到自己采用了太高倍数的金融杠杆，投资了太多原本以为很安全、风险很低的房贷债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券，结果，在房市泡沫破裂之后，在公司不得不面对巨额的投资亏损之时，流动性不足就是一个扼住自己脖子的绳索。为了获得更多的资金，雷曼公司和其他所有当时的金融公司一样，使出浑身的解数来连哄带骗世界每一个角落的有钱人。为了获得资金这个目的，手段已经无所谓了。这种博弈格局，你能够说当时的雷曼是诚实的吗？再说，即使它想诚实，它又是不是能够做到呢？很多以为美国的金融巨头“都是”诚实的投资者，最后让自己成为这些公司败落的陪葬品。

再者，即使雷曼如此尽心尽力和不择手段，不幸的是，一切都做得太晚，这时候的雷曼已经是无回天之力了。在后来美国政府部分解释自己之所以不出面救助雷曼时一再强调的理由是：雷曼自己有足够的时间来救助自己。问题是，在那种情形下，雷曼已经是黔驴技穷，靠自己的一己之力已经是不够的了。

福尔德领导的雷曼对于危机处理的高水平，一度在美国的华尔街被捧为典范。美国《商业周刊》曾经称誉福尔德为“华尔街的斗牛犬”，原因在于，他不仅在历史上一次次使公司渡过难关，起死回生，而且，即使是在“9·11”那种突发灾难面前，他也能够镇定自若地指挥自己的团队，在如此之大的危机面前，让危机给自己公司带来的损失达到最小。“9·11”恐怖袭击发生在 2001 年 9 月 11 日。那次事件发生来得突然，每个人都措手不及，而且，袭击带来的打击巨大。很多人在这时候惊慌失措，带来了更大的混乱和惊慌，结果让很多原本应该和可以避免的损失没有避免。

可是，在这危急关头的雷曼总裁福尔德，却表现得异常镇定：在袭击之后不久，在意识到自己所在的办公大楼遭到恐怖袭击之时，福尔德没有像很多当时也在那栋楼办公的公司领导，要么惊慌失措制造了更多的混乱，要么过于乐观和反应迟钝，耽搁了自救的宝贵时间。福尔德很快就意识到，无论结果怎样，当务之急是以最安全的方式保证自己和公司员工的安全。为此，他镇定自若地指挥惊慌失措的公司员工有秩序地撤离当时的办公大楼。事件发生时，雷曼在世贸中心占有三层楼的办公空间，当时有很多雷曼的员工在那里现场办公。由于福尔德指挥得当的及时疏散，在那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次事件中，雷曼只有一名员工死亡。相比在同一栋大楼办公的其他众多公司和几千人的死亡数字，雷曼当时的见机行事能力，自然是很优秀的了。

世贸大楼是当时雷曼公司的总部。袭击发生之后，世贸大楼倒塌，公司总部被毁，公司的业务也在当时受到很大的冲击，公司的市场份额随之大幅下降。在那种情形下，如果指挥不当，公司将不得不面临自身业绩的大幅下滑的困境。就在很多人不太看好雷曼的未来之时，面对巨大的来自股东和内外部的各种压力，福尔德则选择不屑一顾，继续按照自己的逻辑行事。

事件发生不久之后的第一件事，就是立即找到一个办公地点，尽快地让公司的业务开始运作起来。为此，福尔德果断快速地将一家附近的酒店，转换成雷曼公司的临时总部。对于时间就是金钱的华尔街，这种效率，是很有价值的。他的这种雷厉风行的军人风格，在当时，被华尔街传为佳话。

福尔德清醒地看到，雷曼当时的唯一选择就是死而后生。在没有其他退路的情况下，他带领自己的团队两面出击：一方面安抚自己的已有顾客，巩固已有阵地保住现有的顾客基础；另一方面，他又强化公司在新业务领域的扩张，寻找新的盈利增长点。

福尔德当时的那种热情、干劲和机敏，为他赢得了不少的良好赞誉。人们说，福尔德不仅给奄奄一息的雷曼赋予了上进的激情，而且还给它赋予了强大的竞争力。在他的领导下，即使以华尔街苛刻的标准来看，几年经营之后的雷曼兄弟，也算是一家实力雄厚的投资银行了。

公司的股价变化，是市场衡量一家公司业绩的最好指标。纳斯达克和标准普尔两大指数除了在2000年年初有些上升外，就一直在下跌。而雷曼公司的股价则在强劲上涨。虽然也是起伏很大，但毕竟还是处于上升势头。

第二节　声誉卓著时代

雷曼兄弟公司起源于一家犹太人企业，它的破产，成为美国破产历史



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的新纪录。雷曼兄弟公司，是一个经历过大风大浪的百年老店，雷曼的老总则是一个吃过苦受过磨难的铁汉子，一度是一个英明的领导者和企业家。为什么这一次在阴沟里翻船，不少人在琢磨其中隐含的秘密和能够吸取的教训。

雷曼公司成立于1850年。在申请破产保护前夕，它在全球拥有12,000多名雇员。雷曼的经营哲学，强调雇员以企业为家的意识，而且这种强调，还是通过实实在在的经济关系紧密地联系在一起的。雷曼兄弟的雇员，在公司宣布破产前夕，还总共持有公司30%的股份，成为公司的最大“股东”。

在美国那样的资本主义制度下，员工高达30%的持股，体现了雷曼长期的优良投资回报和员工对于这种回报将持续的预期。体现了雷曼公司在凝聚员工力量方面的长期成功。在美国，能够做到这一点的公司也不多。可怜的是，雷曼兄弟公司的破产，不仅让这众多的信赖自己的员工失去工作，而且，这些失去工作的众多员工们多年的积蓄，也因此而化为乌有。这种祸不单行，让无数的家庭就此命运改变，人生跌入低谷。很多家庭也因此而妻离子散，家破人亡。

这又一次演绎了多年前安然公司员工的悲惨结局。安然公司（Enron Corporation）在2001年宣告破产之前，拥有约21,000名雇员，曾经是世界上最大的电力、天然气以及电讯公司之一。2000年年报中披露的营业额，就高达1,010亿美元之巨。当时，也是由于公司内部员工持有很高的公司股份，公司的破产让雇员遭受了重大的经济损失。

不过，让人不能够理解的是，在安然事件之后，为什么靠投资和金融服务吃饭的雷曼，没有为自己员工的未来好好地合计一下，适度分散一下投资的风险。而且，雷曼这家以金融服务和投资为主打的企业，它的员工应该大部分都是一些对于金融投资和风险管理很在行的专才，为什么他们自己没有好好考虑一下，持续重仓雷曼公司股票的潜在风险。他们宁愿承担巨大的单一公司持股的风险，也说明他们对于雷曼的信任该有多么的深。

想当年，在一家美国最大的电信公司之一的MCI，也有不少的员工由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于持仓太重，也曾经因为公司的破产而让自己遭受巨大的财产损失。这些公司的特点几乎都是：公司经营问题的暴露来得太突然，在公司破产之前很长时间，公司都有着优良的骄人业绩。不顾自己员工那么高集中的持股可能导致的投资风险，从一定程度上可以说，雷曼公司的领导者是在玩弄公司员工的忠诚，为自己牟取私利。因为，公司的倒下说到底，还是公司高层为了自己的私利，搞太高风险投资的结果。

破产之前，雷曼兄弟是一家在国际投资银行声誉卓著的公司。它在国际业务方面非常活跃，2002 年时，公司的全部收入中就有 37% 来自美国之外的国际业务。雷曼公司曾经是全球最具实力的股票和债券承销和交易商之一。长期的保守经营，让雷曼在世界金融界建立了良好的信誉。借助于自己悠久的历史所建立的信誉和历年来所建立的业务关系，公司还被全球多家跨国公司和政府雇用，担任他们的主要财务顾问。这些从一个侧面，说明了雷曼雄厚的实力。

实际上，雷曼公司能有这种结果，也是与它拥有大量业界公认的国际最佳分析师分不开的。雷曼公司兵多将广，不是没有人才，也不是没有历史沉淀产生的危机管理和控制应有的智慧。如果你查查雷曼公司的客户名单，看看到底是哪些公司在长期信任雷曼，你就不能不相信，雷曼就是世界上最顶尖的金融公司。这些客户，包括大量各行各业的大佬，他们的判断力应该是不容怀疑的。

2006 年年初，美国电话电报公司宣布斥资 670 亿美元[①]，收购南贝尔公司（Bell South Corp.）。收购完成之后，公司的合并市值将高达 1,500 亿美元。在这桩美国有史以来最大并购交易中，雷曼公司能够击败对手而获得担任前者顾问的机会，由此也可以看见其实力。这种实力是雷曼人的骄傲，同时，也是它，在后来一次次让中国很多银行轻信了雷曼，最后吃尽

① 根据开始确定的收购协议，南贝尔公司股东所拥有的普通股，将在合并之后，全部转换成 AT&T 公司的普通股，交换的比例是每股获得 1.325 股 AT&T 普通股。按照 AT&T 在 2006 年 3 月 3 日的收盘价，这一换股比例，相当于给予了南贝尔普通股 37.09 美元的股价，比宣布那天的收盘价高出 17.9%。按照这个出价水平，相当于 AT&T 出价 670 亿美元收购了南贝尔电话公司。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了苦头。雷曼兄弟控股公司拥有大量的子公司①。作为美国国债的主要经销商，是美国《财富》杂志选定的财富 500 强公司之一，是美国第四大投资银行。就是这样一家公司，在次贷风暴的连锁效应冲击之下，股价从 60 来美元，一年不到，在 2008 年 9 月 17 日时，跌到 0.10 美元。公司陆续裁员一半，高达 6,000 人以上。

雷曼的成就得益于福尔德的英明领导，它的败落也是由于福尔德的急功近利。可能是当飞行员喜欢速度的缘故，上市之后由福尔德执掌帅印的雷曼兄弟，变成一个追求快速成长的公司，搞起了美国式的“大跃进”。福尔德不是一个能够稳得住的人，他有野心，也有冲劲，就是缺乏耐性。自 1994 年脱离美国运通公开上市以后，雷曼兄弟基本上就是他福尔德的公司了。在运通时，他的一切大计划得服从于运通公司的计划。作为一家信用卡公司，运通经营讲究的是稳妥和长远。这种经营风格不太为福尔德所认同。在自己独当一面，手握上市之后的雷曼公司董事长和 CEO 两大权力之后，他就开始将自己蓄谋已久的伟大计划付诸行动了。他的目标很明确：将雷曼从一家从事债券业务的小公司，尽快地打造成一个可以与高盛、摩根士丹利一较高下的优秀投行。

为了鼓励自己的团队能够同心同德为了一个共同的目标而奋斗，他说服了他们：一旦这个目标得以实现，那么，他们都将由此获得极为丰厚的经济利益回报。这可能也是为什么，雷曼雇员拥有公司那么高的股份比例的原因之一吧。

任何人都可以有雄心和壮志，但是，如果没有和你的雄心相匹配的计划和行动，再大的野心也只能是空想。而空想可不是福尔德该做的事情，他是一个实干家。为了自己设定的那个宏伟的目标，福尔德带领的雷曼人是说干就干。

第一步是稳定阵脚，其后就是出击进攻了。作为排名第四的美国投资

---

① Lehman Brothers Holdings Inc. 主要子公司包括 Lehman Brothers Inc.，Neuberger Berman Inc.，Aurora Loan Services, Inc.，SIB Mortgage Corporation，Lehman Brothers Bank，First Heights Bank 及 Crossroads Group。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行，雷曼公司在很快站稳脚跟之后，就开始通过收购资产管理公司来扩大公司的经营范围。从 2001 年开始，雷曼公司通过几次大手笔的收购，公司的资产管理业务部分所管理资产规模，已经从 2001 年开始时的 20 亿美元，上升到 2008 年 9 月破产前的 2,750 亿美元。仅仅这一部分，在 2007 年时就给雷曼公司带来了 31 亿美元的净收益。

整个公司的营业收入在刚上市时是 27 亿美元，到 2007 年时是 590 亿美元，营业利润是 60 亿美元，资产 6,900 亿美元，公司的股权（Equity）价值是 225 亿美元。公司雇佣的雇员人数，则从 8,500 人，增加到 28,600 人。在如此之短的时间内获得如此之好的业绩，没有人敢说福尔德不是一位能人。同时也是由于这个辉煌的业绩，让福尔德自已在 2007 年一年获得 2,200 万美元的进账。公司不少高层管理人员也因此而获得不错的奖金收入。

在如此优秀的业绩驱动下，雷曼的股价在最高时比 1994 年涨了 20 倍，这已经很充分地证明了公司经营的成功。上市之后，雷曼的股价一度跌到 3.4 美元，但其后一直上扬，到 2007 年时曾经达到过 86 美元的高价。按照公司 5.3 亿股的股本计算，市值最高时是 456 亿美元。股价从最低点(3.4 美元）到最高点，一度上升 25 倍。短短 13 年时间，拥有如此傲人的成绩，拥有 30% 雷曼股份的员工，自然应该为有这样一个统帅而深感自豪和幸运。

中国的经济改革是从 1978 年开始的。但在 1990 年之前，中国的改革实际上还主要是内部的改革。对外开放部分的大幅进行，还是在 20 世纪 90 年代中期之后的事。看到中国经济发展的潜力和可能的市场机会，雷曼从很早就开始参与。和美国国际集团一样，在中国刚开始开放时，雷曼就非常关注中国政治大环境的变化，并且通过各种渠道，和中国政府部门以及相关机构建立自己的人脉关系。

对于中国人来说，1992 年是一个非常特殊的年份。邓小平的南方讲话，将中国这个古老的经济战车推上了一个新的运行轨道。对意识形态“全力”关注的中国特色在那时候开始发生变革。发展经济被提到一个比



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关注意识形态更为重要的地位。

中国内部对发展经济的关注，让外国人看到了中国发展经济的决心，也看到了中国放开市场的可能性和由此而给外国公司带来的机会。对于外国的金融机构来说，1993 年是一个丰收的年份。很多金融公司在这一年前后得以进入中国这个古老的东方国家。也是在那一年，雷曼被准许在北京开设办事处，正式进入中国市场。而且，雷曼还在进入之后不久，就有机会获得业务，它为中国建设银行承销了该行债券在美国等国外市场的销售。这次销售是新中国成立之后，中国公司在海外发行的第一笔私募债券。中国的政府公司开始向外国人借钱搞投资了，这对于新中国来说，是一个“史无前例”的事情。新中国几十年来一直引以为豪的“既无外债，又无内债”的经营管理哲学，至此已经发生了彻底的改变。

在雷曼兄弟上市以后，独当一面的福尔德更加关注中国给予的机会。而且，中国市场带来的大量业务，也确实是给了雷曼再生的机会。其后，雷曼公司在中国揽到了不少的投资银行业务。它帮助中国财政部，承销发行了中国政府的海外首笔美元龙债。1994 年，公司又被聘，作为华能国际电力首次纽约股票上市融资的主承销商。这是新中国的公司，比较早时在海外的第一笔大额融资业务，价值高达 6 亿多美元。1997 年，雷曼公司承销了中国开发银行的扬基债券发行业务。

在中国布点成功之后，雷曼开始了大踏步向亚洲全面进军的脚步。1997 年，雷曼兄弟在雅加达的办事处开业。1999 年，雷曼与美国最大的共同基金投资管理公司忠诚投资公司建立了战略联盟，为零售股民提供投资与投资咨询服务。同时，又与东京的三菱银行建立联盟。2000 年，墨尔本办事处开业，并与澳大利亚和新西兰银行集团，建立了战略联盟。在这几年，雷曼的经营重点，放在和其他金融机构的互补合作上，期望借此来扩大各自的业务范围。

随着自己业务的成长，雷曼在华尔街的地位也随之上升。到 1998 年时，雷曼兄弟公司已经被收入标准普尔 500 指数，成为代表美国最有实力的 500 家代表性公司之一。由此看来，公司的实力和声誉至此又上了一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

台阶。但是，在这之后公司的经营业绩却并不是很理想，这从它的股价变化就能很容易看出。业绩不稳定，一直就是公司面临的难题。作为一家上市公司，持续向下的股价，对于公司的管理层来说，总不是一件好事情。业绩的下滑和股价的下跌，受到公司股东的批评。由于来自业绩方面的压力太大，最后“逼”着公司去寻找冒险而新生的机会。

邓小平的南方谈话之后，中国开始了进一步打开国门的一次重要尝试，如果说，这是一种国人的主动行为的话，中国在其后试图加入 WTO 的努力，则让外国佬看到了很多可以“逼使”中国人就范的机会。一次次的讨价还价，使成功加入 WTO 的中国，不得不对外国金融机构给予很多放开市场的承诺。在此基础上对金融投资和服务行业的开放，让雷曼获得不少难得的机会。其后，它在中国金融界异常活跃：从过去的代理融资服务，开始了许多直接的参股投资。

2004 年，雷曼从华融资产管理公司购买了 2.4 亿美元的中国企业不良资产，开始涉足中国国内商业银行的不良资产处理。那时候，中国各大商业银行开始处理积累已久的大量坏账问题，中国的企业也开始处理长期让人烦恼的三角债问题，为自己上市做准备。

这些坏资产包含了大量已经和将要违约的债券，那时候主要就是国有公司和企业对国家银行的欠款。这些欠款表面上看价值损失很大，但是，如果仔细合计，里面还是有不少抵押品蕴含着很大的潜在价值。有些价值需要再加大注资才能够得以盘活，有些也还需要一些资本运作手段。在这次的不良资产处理中，雷曼不仅和中国政府及相关企业建立了更铁的关系，而且，自己也从中获得了不错的投资回报。

2006 年，雷曼兄弟与 IBM 联合组建中国投资基金，其中雷曼兄弟出资 9,000 万美元。2007 年，这家中国投资基金购入了金蝶软件约 7.7% 的股份。2007 年年底，雷曼兄弟联合多家风险投资机构，向一家中国旅游搜索网站注资 1,000 万美元。2007 年 12 月，雷曼兄弟向天津融创集团注资 2 亿美元，获得了该公司 35% 的股份。

2007 年已经是次贷危机开始出现的时候，至少是次贷债券已经给不



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少第一线银行制造了大麻烦。华盛顿互惠银行已经在那时候感觉到了这种麻烦和压力。对于应该很敏感的雷曼公司，在那个节骨眼上，似乎还没有意识到任何即将到来的风险，还在继续加大在世界各地的投资力度。这无疑也为它后来的败落增加了可能性。

2008 年 5 月，雷曼兄弟与中国大陆 A 股上市公司中铁二局联手，打算在成都设立合资公司，其中，雷曼兄弟计划出资 1.5 亿元人民币，占该合资公司 49% 的股份。此外，雷曼兄弟还曾持有香港上市公司鸿隆控股约 13% 的股份，后者主要在广东省从事中档房地产项目的开发和租赁。同时，雷曼兄弟向民营企业金龙集团注资 2,000 万美元，这是一家主要生产用于空调和制冷业的铜管的公司。

在中国市场，看到中国经济快速发展所带来的商机，雷曼俨然成为一家创投公司。就在如此大手笔到处出资投资参股的时候，却没有注意到自己本身资金链的问题。作为一个老牌，资历和经验都是如此丰富的雷曼公司，真的是不可想象。

第三节　好大喜功

一个如此优良的公司，顷刻之间倒下了。在公司宣布破产保护之后，人们开始思索：到底问题出在哪里？为什么同是投资银行，唯独雷曼需要寻求破产保护？福尔德的个性和行事风格，对于雷曼的长远发展，到底是一笔财富还是一个累赘？

分析家普遍认为，福尔德应该为雷曼的倒闭负不可推卸的责任。早在 2004 年，他就开始率领雷曼，大举进军房地产的按揭贷款市场，买下了多间按揭贷款公司和银行，同时将按揭贷款打包，做成债券出售。而这一块，又正是让雷曼倒下的关键部分。

他所领导的雷曼，实际上已经将抵押贷款业务，搞成了一个一条龙的流水生产线式的生产和销售系统，将过去分散作业的金融市场给一体化了。这无疑是一个创新和进步。但同时，蕴涵在其中各个环节的风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险，也更加集中到它雷曼一个公司头上了。有些行业是应该整合的，因为更有效率。而有些行业，是不可以整合的，因为风险太集中，会危及公司的生存。他没有注意到这个问题，而且，在雷曼，在他的集权之下，没有人有能力和本事，挑战他的权威。这点就是雷曼公司的致命伤。

2007 年 8 月下旬，雷曼公司宣布，由于房贷市场情况的继续恶化，公司将关闭旗下的 BNC 房贷分公司，一家以次级房贷为主业的房贷公司。同时，将在公司 23 个分支机构裁减 1,200 个工作职位。为此，公司将承受 5,200 万美元的相关损失。在这之前，雷曼公司还曾经宣布说，将合并旗下两家次级房贷按揭分公司，同时减少放贷规模。虽然当时的 5,000 万美元对于雷曼而言不是一个大数目，但那至少是雷曼公司危机的开始。

而且，从那时候，人们已经开始注意到，作为投资银行的雷曼公司，实际上已经很深地卷入次贷放款业务了。也就是说，雷曼做了很多类似于华盛顿互惠银行的工作，在次贷市场卷入很深。那时候也是很多金融机构缩减甚至停止次贷相关业务的时候。当时，市场对于雷曼的反应也不是很负面，雷曼的股价还高达 57 美元。

到 2008 年，雷曼在次贷按揭领域的损失已经越来越大。2008 年第二季度，雷曼报告亏损 28 亿美元，并且被迫出卖 60 亿美元的资产。在 2008 年 8 月，第三季度报告出炉之前，雷曼宣布将裁减 6% 的员工，合计 1,500 人。也是在那个月的 22 日，华尔街在传言说，韩国发展银行正计划购买雷曼公司。在这个消息公布之后，股价还曾经一度反弹。但是，由于监管等多方面的原因，国有的韩国发展银行购买雷曼的努力失败之后，雷曼的股价反弹也只能是昙花一现。

在 2008 年 9 月 9 日，韩国发展银行正式退出收购雷曼的消息公布之后，雷曼的股价跌到每股 8 美元以下，并在那天拖累大盘，标准普尔 500 指数因此在当天大跌 3.4%。第二天，雷曼的季报公布了 39 亿美元的季度亏损，并且同时宣布将出售旗下资产。当时，有人问雷曼，会不会考虑将整个公司出售，雷曼给予了否定的回答。但同时，它又在私下里雇佣投资



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行为自己寻找可能的买主。这就是商场的狡诈。

随着美国爆发次贷危机，楼市由盛转衰，雷曼手上持有的大量房贷抵押债券无法脱手，最终落得倒闭收场。这就叫人算不如天算。人们说，除了过于冒进不顾风险，福尔德高傲自负的性格，也是让他最后一败涂地的原因。福尔德为人处事，心狠手辣。在部队时，连他的上司都敢打的人，并没有就此接受教训，学点中庸之道。

在雷曼经营的顺利，让福尔德不知道什么是留有余地。在纽约金融界，他树敌无数，朋友少少，一切以利益为上，特别是个人的小利益为上。对于人类的自利心理，他算是有着很深刻的认识，但同时，他却没法理解，人类在谋求个人利益的同时，还须有着其他的利益考量。并且，即使是个人的利益，也还有个短期和长期之分，两者在很多时候是相互矛盾的，你得在短期小利益和长期大利益之间做出合理的权衡。

在公司不顺的时候，福尔德做得很到位，表现出他硬汉子的一面。而在公司顺利的时候，所表现出来的则是“小人得势”的自傲和不应该有的贪婪。人们评价说，自负的他并不太看重公司的长远利益。为了个人的短期眼前利益，他一次次急功近利，一次次冒险前行，一次次置他人利益于不顾。结果，在雷曼出事后，华尔街各公司都只作壁上观，没有人愿意出手相救。即使是雷曼的员工，虽然从股价的上升中获得不少财富，但是，对他这名上司，也没有多少人对他有好感，就更谈不上感激之情了。攻心为上，攻城为下，福尔德不理解这句话的意思。

很多雷曼的员工说，福尔德为人高傲自负，对他人的意见和人格缺乏基本的尊重。在公司开会时，他很难听进不同的声音和意见。长期的独断专行，给自己赢得了一个“大猩猩”的绰号。在 2007 年 8 月间，雷曼的问题实际上已经很严重了，福尔德也意识到了这点。公司内部不少高层管理人员向他提醒，如果不搞大动作，雷曼很可能难以为继。面对这种困境，雷曼四处寻找自救的机会。那时候，本来上苍还给了福尔德一个难得的生存机会：他可以按照 40 亿到 60 亿美元的价码，将雷曼公司四分之一的股份，转卖给韩国的产业银行。按照这个价格，雷曼的市值是 160 亿—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

240 亿美元[1]，而且更重要的是同时可获得大量的能够救命的现金。

如果福尔德接受那笔交易，并且在获得现金之后开始保守经营，雷曼不仅能够生存下去，而且还可以保持更高的市值。在许多内部高层认为可以见好就收的时候，福尔德的牛劲再一次爆发。他力排众议，基于价格"太廉"的考虑，拒绝了那笔交易。

也可能，福尔德当时觉得：不久之前的雷曼还有高达 456 亿美元的市值，几个月下来，就被削去一半有余，这种事实实在是难以让人接受。或者他真的觉得，公司面临的问题和困难只是暂时的，公司不能够在出现暂时困难时就贱卖。

有人说，如果接受那 40 亿—60 亿美元，雷曼就不会有破产的今天。在我看来，事实可能并不如此。如果雷曼在那个时候出手所有的次贷类债券，进入保守经营，那么，不卖也是正确的决策。如果卖掉了那四分之一，获得那么多的现金，又拿去继续经营（买下）更多的次贷和打包债券业务，最后，将会产生更多的有毒资产，公司也会倒得更快一些。不同的是，可以就此多了一些陪葬者。

当时的情况是，即使 40 亿到 60 亿美元也无济于事，雷曼手上的烂账太多，而且已经没有机会清理了。

美国的华尔街，是一个竞争者相互残杀的战场。对手之间，为了各自不同的经济利益，不择手段，是华尔街的传统。但同时，在危急时刻，相互救助，也是华尔街的理性所在。不过这一次，华尔街对于雷曼没有施舍善心。

雷曼的死亡不是在一天之内发生的。雷曼在意识到自己的生存危机之后，还挣扎了好几个月。在雷曼公司的财务困境大白于天下之后，还有中国和亚太地区一些"勇敢"的国家银行和金融机构，还在雷曼的花言巧语之下，向它注入了大量的资金，期望趁雷曼遇到困难时"捞底"赚一笔。可惜的是，才几个星期，数以几十亿美元计的中国国有资产和其他不少亚

① 如果是在现有股份基础之上再售出 25% 的新股，并作价这部分为 40 亿美元，那么就相当于新的市值为 160 亿美元，旧市值为 120 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

洲投资者的资产，就在雷曼破产之后随之打了水漂儿。

在那时，很多投资者还在怀着一种侥幸心理，期望雷曼的困境只是暂时的。以为雷曼有能力再次走出困境，至少是能够有人接手这个美国曾经实力雄厚的投资银行。在那个命运攸关的周末，在没有同行救助的时刻，华尔街的投资银行们，也还在幻想着，至少美国政府这个最后的救助者会发善心，来拯救这个雷曼兄弟。这也是一种兔死狐悲的心态。

对于美国的华尔街而言，雷曼破产所造成的影响，不论是由此产生的心理震荡，还是实实在在的经济冲击，对于金融业的同行，可以说都是一次能量巨大的地震。在大家共同的利益面前，历来相互竞争、为竞争获胜不择手段的对手，这时候也开始惺惺相惜了。大敌当前，每家公司的命运都处于生死攸关之中，大家反倒成了“同一个战壕的战友”。

雷曼自己，也在努力寻求任何可能获得的帮助。先是到处找资金，虽然找到一些，但依然不够。在这一步走到尽头之后，就开始寻找买家，期望能够将自己卖掉并且卖出一个好价钱。这就是华尔街的精明，死到临头时也还希望有人出个好价。如果雷曼在价格上不是那么贪婪和固执，或许它早就获得机会了。正是对“贱卖”的顾忌，让它失去机会，结果是加速了自己的死亡。

一家的危机和困苦，往往意味着他人的机会，现实就是这么残酷和无情。虽然力挽雷曼兄弟于狂澜的英雄壮举，已经正式宣告失败，但雷曼的破产，却给了华尔街其他同行一个发大财的机会。雷曼死亡之后，那些几个星期甚至几天之前“同一个战壕的战友”，立即就变成了等待享受一顿腐肉美餐的饿鹰。

那些看空雷曼的投机者，在为雷曼的倒闭而庆幸，在为自己的聪明算计的得逞而暗暗高兴。那些看中雷曼大量绩优资产的竞争同行，看到了趁机低价收购的良机。雷曼毕竟是一家百年老店，不仅有着大量的有形与无形的优良资产，同时还有着不少非常有价值的员工——难得的人力资本。

在雷曼破产之前，比它规模更大的投资银行贝尔斯登，也由于类似的原因，最后果断地以极为低廉的价格，将自己贱卖给了摩根大通。在这之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，华尔街的投机者就已经开始盯上了雷曼。在他们眼中，雷曼公司的规模更小，对信贷抵押证券业务的涉足更加激进，这意味着，雷曼承担的风险应该比贝尔斯登来得更大。如果贝尔斯登都不能独立生存下去，那么，雷曼的日子应该是更难过了。

不少华尔街的投机者，就是基于这种判断，来大量卖空雷曼的股票和一切能够从雷曼的败落中获利的金融衍生工具的。这种卖空对于一家金融公司的作用，就像是墙倒众人推，即使能够存活的公司，在这种强大的卖空打压之下，生存下去的几率也会变得小很多。实际上也是，就在这些投资者的打压之下，一天之内，雷曼公司的股价就下跌了一半。卖空者倒是大赚特赚了一笔，但却压得雷曼只剩最后一口气了。

在雷曼出现困难之后，无数的投资者、对手、卖空者都从不同的角度，基于不同的动机，在仔细地观察着雷曼的一举一动。虽然公司在寻求各种办法自救，同时政府相关机构也在帮助雷曼寻找救助者，但不少人还是觉得，公司最坏的情况还没有出现。历史上的雷曼，经历过不止一次类似的危急时刻，这也不是第一次被投机者视为破产的候选对象。但是很不幸，这次的雷曼没有了前几次那样的幸运和创造奇迹的神奇力量。

刚开始时，巴克莱作为收购雷曼兄弟的首选之一，原本是很有兴趣的。但它也是第一个退出竞购的公司。原因在于，如果没有获得美国政府或其他金融公司对于雷曼资产潜在损失限度的保证承诺，巴克莱无法预计可能的最坏结果是个什么样子。

也就是说，巴克莱无法计算出雷曼造就的这个亏损的无底洞到底有多深，得有人给它一个最坏情形的底线保证。换句话说，巴克莱需要有人给它所购买的雷曼次贷部分提供保险。而这时候，是没有一家私人公司有能力和胆量来做这项工作的。最大的保险公司，美国国际都自顾不暇，有能力的也只能是美国政府了。

可是，政府方面已经明确表示不参与雷曼公司的买卖过程，雷曼得自求生路。这就相当于给雷曼判了死刑。然后，美利坚银行（Bank of America）也公布了与巴克莱同样的决定。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司提交的破产申请显示，当时的负债为6,130亿美元，总资产为6,390亿美元。一般人可能不太能理解，既然公司还有60亿美元的净资产，为什么还要破产。事实上，这60亿美元是公司的股市市值，是账面平衡的结果。

公司的真正问题，是那存在于公司账户上高达530亿美元的坏账资产，这部分资产最后到底值多少钱，是问题的关键。而且，在那个时候，这部分的价值并不是很高，也就是说，它的实际价值，比起账面价值要低不少。具体低多少，人们没有办法计算出来。作为金融行业的人，最怕的就是不知道，也就是不确定性。而且是在这个特殊时刻，弄不好，最后将自己都拖垮了。人们不得不谨慎行事，安全第一。

说华尔街没有钱来救助一个雷曼公司，是有一点夸大事实。华尔街有的是阔佬，问题是，他们即使对雷曼的部分资产有兴趣，他们值得在这个时候逞英雄吗?

应该说，在这个世界上，任何资产都有其“价值”，问题是价格多少。到了这个份上，在拍卖会上去购买雷曼资产，价格将会比直接购买要便宜很多。华尔街已经有不少人，手中攥着大把的票子，但他们不想就此便宜了雷曼那些可怜的股东、债权人和员工。

这就是资本主义的险恶，同时也是他们理性选择的结果。在能够大赚容易钱的时候，你雷曼为什么不想想自己的可能后果?螳螂捕蝉，黄雀在后。当人春风得意之时，这句古话是没有人会想起来的。

可以说，正是这种“残酷”，才是资本主义生命力的体现。

雷曼兄弟的破产，在无人愿意购买的情况下，美国政府又不出面救助，让不少人将雷曼败落的原因归咎于前美国财长保尔森的私心，说是因为这位出身于高盛的保尔森，由于对昔日的对手的怀恨而见死不救。

不过，到了政府这里，已经是雷曼毫无退路可言的时候了。在这之前，先是韩国的发展银行想买没有买成，其后，又有英国的巴克莱银行有意收购，又由于得不到英国金融服务管理局的支持，而最后不得不放弃。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009年时，《华尔街日报》的一位记者戴维·维瑟（David Wessel）曾经写了一本《我们信赖的联储》(In Fed We Trust)，说到了当时英国政府方面不愿意巴克莱收购的过程。该书作者说，在雷曼兄弟破产前的那个周末，华尔街大型商业及投资银行，其中包括高盛、摩根士丹利、摩根大通及五家其他银行，实际上已经在9月14日一致同意，提供约40亿美元的资金、加上联储局提供60亿美元，承诺由巴克莱买下雷曼兄弟后，弥补雷曼账上的坏账。

然而，这一计划遭到来自英国金融服务监管局局长桑特（Hector Sants）的反对。他拒绝免除法规所要求的巴克莱需经股东投票才能担保雷曼负债的规定。也就是说，在这个非常时刻，他依然要求巴克莱银行走程序，在经得股东投票认可之后，才可以收购雷曼公司。而这一过程通常需要好几个月时间才能完成。对于当时的雷曼而言，时间就是生命，它是没有可能再等待几个月时间的，甚至都没有能力再等待一个星期。如果英国政府方面不那么死板，那么雷曼就不会破产，金融危机的冲击力，也不会有我们后来看到的那么大。

在半年之前的美国，当贝尔斯登出现危机的时候，企图购买它的摩根大通银行也同样向美国监管当局提出了类似的申请。当时，鉴于事态紧急，美国政府答应了摩根大通的请求，结果是救贝尔斯登于死亡线上。

在英国方面不愿意合作之后，雷曼兄弟就只有美国政府救助这一种可能性了。根据该书作者的说法，在没有买主之后，唯一能避免雷曼破产的选择，就是靠美联储提供资金来接收雷曼，成本当时估计在900亿美元左右。这时候，曾经因为允许贝尔斯登救助方案而遭到社会舆论抨击的财长保尔森，则采取了坚决反对的态度。也就是说，如果在它前面没有一个贝尔斯登案，它雷曼也就有被救助的机会。或者说，雷曼死的不是时候，要么它“应该”在贝尔斯登之前先死，要么就“应该”再等一等，让美国国际集团和房利美的问题都出现和恶化之后再死。

实际上，在没有获得英国政府的帮助之后，巴克莱资本公司的负责人还打电话给巴菲特，看看他会不会出面给出一定的担保，让兼并工作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能够得以完成。当时，收到电话的巴菲特说，看来内容比较复杂，不是通过电话就可以说清楚的。巴菲特让对方给他送一份电传过来，提供一些更为详细的信息供他考虑。当时，巴菲特有事外出，等到他回来时，还是没有接到任何相关的传真。巴菲特想，可能对方是不需要他的协助了，也就没有将它当一回事。第二天，当巴菲特听到雷曼破产的消息时，也吃了一惊。再几天之后，他才发现自己的手机里有一个语音邮件被他忽视了。一年之后，在总结雷曼破产的得与失时，巴菲特说，让雷曼破产不是一个明智之举。雷曼的破产，让很多价值白白流失。但是，他没有说，在当时的情形，如果美国政府不出面，如果只有他巴菲特出面才能拯救雷曼，他会不会出手？特别是，在美国政府看到雷曼实际上没有足够的资产来做抵押让美国政府出面担保时，他巴菲特会冒很大的风险出面担保吗？

雷曼宣告破产之后才两天时间，美国政府就宣布，将向美国国际集团提供 850 亿美元的解困金。对于为什么要救助美国国际集团，伯南克的理由是，美国国际集团比雷曼大，而且，在雷曼倒闭之后，如果不救美国国际，就会对整个金融系统造成重大的冲击。而且，当初没有救助雷曼，也是没有想到雷曼的破产会对信贷市场造成那么大的冲击力。也就是说，美国政府用雷曼的破产做了一次勇敢的试验，结果证明比预想的要坏得多。在这种结果面前，如果再不救美国国际，美国的金融系统就有可能面临崩溃的。

不管保尔森和伯南克等人如何狡辩，选择放弃雷曼却在两天之后不惜重金救助美国国际的行为，都没法让人们认可他的做法的合理性和公平性。不少人认为，他有着个人的动机。一个月之后的 10 月 15 日，美联储主席伯南克在纽约经济俱乐部演讲时，解释说，当时不救雷曼，是因为没有办法筹集到救助雷曼所需要的足够资金。

伯南克说：如果我们有其他的选择，就不会袖手旁观不救雷曼。当时没有相应的机制，也没有相应的规则，我们权力有限，没有办法和渠道筹集资金来挽救雷曼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至于说，雷曼并不是第一个面临破产的华尔街公司，为什么在3月份时美联储可以通过向摩根大通提供担保的办法，来救助濒临破产的贝尔斯登，而不愿意以同样的办法来救助雷曼时，伯南克的回答是：与贝尔斯登不同，雷曼自己没有足够的抵押物，所以美联储无法凭空提供担保。毕竟美国财政部不像联邦储蓄保险公司那样拥有存款保险基金可供自主支配。说到底是，我们没有足够的授权，所以很多事情我们没法做到。

第四节　雷曼破产一周年祭

2009年9月15日，雷曼破产一周年忌日，美国主要媒体开始了大规模的“纪念”活动。人们在问，雷曼一年前的倒闭，谁是最大的赢家？美国政府当初不救助雷曼，是不是一个明智的选择？雷曼的破产，对于美国经济甚至是世界金融市场，到底带来了多大的冲击？人们有太多的问题要问，有太多的疑问需要获得答案。

在雷曼破产之后不久，人们就在谈论说，雷曼破产的最大的赢家将会是巴克莱资本公司（Barclays），而最大的输家则可能是日本的野村控股。从事后的结果来看，这种估计既对也不完全对。

在雷曼破产之后，巴克莱资本收购了雷曼在北美的业务，让自己在投资银行方面的业务得以获得大力扩张。不仅如此，由于是在“跳蚤市场”购买的，巴克莱的代价10亿英镑获得的雷曼资产，在2009年第一季度就为巴克莱资本创造了23亿英镑的营业收入。对雷曼业务的收购，使巴克莱资本在全球固定收益和大宗商品市场成为一个强有力的竞争者。其后成功的快速整合，让巴克莱资本很快就获得了巨大的收益：在2009年上半年，巴克莱资本的固定收益和大宗商品收入就在头一年同期的基础上增长了两倍多。这不仅帮助巴克莱在不需要政府直接救助的情况下走出了危机，而且，还让它变得更有竞争力。雷曼资产的价值在巴克莱身上继续得以体现。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，分析人士认为，巴克莱资本依然面临着不少的重大挑战。在金融危机中，不少竞争对手采取观望的态度，这些对手的按兵不动给了巴克莱以机会。随着经济形势的稳定，这些持观望态度的竞争银行，就会再度杀入固定收益市场，它们的竞争性参与，将给巴克莱的利润率和市场占有率带来不少的压力。在竞争白热化之后，巴克莱的竞争优势就有被动摇的可能，它在固定收益市场的强劲盈利势头也就难以继续。在这之后，市场对该公司的关注焦点，将会再次回到它在股票和并购交易领域竞争力比较弱的状况上来。在这方面要想在短期内形成很强的竞争力，实际上是很困难的事情。虽然巴克莱正在借助于金融危机提供的机会在欧洲和亚洲进行大力投资，期望从零开始来打造一个强大的团队。

至于收购了雷曼兄弟旗下欧洲和亚洲业务，期望借此打造一个强大的竞争团队的野村控股（Nomura），在开始时人们并不太看好，觉得它成功的可能性很小。一年之后看来，情况似乎没有人们预估的那么悲观，虽然很乐观也还为时尚早。作为一家日本企业，野村控股要想在欧美大本营的金融市场获得成功，现在看来还是一件困难事。

从业务本身来看，雷曼兄弟旗下的欧洲和亚洲业务本身就不是很强壮，野村期望从这样一个竞争力比较弱的平台开始，来打造一个可以在和欧美金融巨头竞争中有优势的团队，也不是一件容易事。

金融服务行业最重要的就是品牌，虽然兼并了雷曼的业务，但是，野村依然是一个没有什么品牌魅力的“野鸡”公司，这决定了它在日本之外很难顺利开展业务。

再者，由于文化方面的巨大差异，在整合雷曼员工方面，野村也面临着重大的文化挑战。当有一天，当中国的金融公司在欧美市场展开竞争时，这也是一个很难逾越的瓶颈。对于野村而言，第一件困难事就是开放它那个由男人组成的董事会。

金融公司的经营成功靠的是人才，对野村而言，这一块也面临巨大的挑战，它虽然接手了雷曼的业务和员工，但是，它有没有能力留住这些员工，留住他们之后是不是还能给公司带来足够的财富，人们也在拭目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以待。

这些都是野村不得不面临的挑战，它是不是能够成功应对这些挑战，一年之后情况变得乐观一些了。

有人说，当初野村只不过是以区区 2 美元的象征性价格收购的雷曼欧洲业务，本来获得的就是一个麻烦多多的“问题青年”。但这种比较低的负担，也给了野村很大的回旋余地和工作弹性。一年的治理之后，野村已经做到了让雷曼这部分业务重返欧洲股市头把交椅的位置，这已经是一个很大的进步了。同时，也正是因为这一业绩，野村最终实现了六个季度以来的第一次公司盈利。从这个角度看，是雷曼帮助野村渡过了难关。

如果野村能够向世界证明，日本文化和西方文明的巨大差异，不会成为融合野村和雷曼之间企业文化的障碍，那么，野村就有可能实现它预定的长期企业目标。

如果从大的方面来看，雷曼破产一年之后，世界确实是已经发生了很大的变化。从金融市场的变化情况看，雷曼破产之后，世界金融市场持续走低，美国股市一直到 2009 年 3 月才抵达最低点，其后就是强劲反弹。雷曼的破产，一时之间曾经让很多人措手不及，其后的美国经济也确实是在继续恶化，不过人们担心的极端恶劣的情形并没有出现。资本主义市场经济的内在活力，外加美国政府的积极救市努力，还是取得了卓有成效的结果。

雷曼的破产，不仅让美国的房市泡沫彻底破灭，而且，大宗商品市场的泡沫也随之破灭，这又从根本上减轻了来自成本推动型的通货膨胀的压力。石油、天然气等许多大宗商品的价格都大幅回落，这种价格的回落，实际上为下一轮世界经济的再次腾飞提供了基础。在世界各国通过大量注入政府资金救市的过程中，人们最担心的，除了是不是能够获得预期的效果外，还有就是在获得预期的效果之后，会不会因为增加的流动性过剩而再度制造出新的泡沫，从而带来新的金融危机。大宗商品价格的下跌，为这部分消除了这种担心。

金融危机源自金融市场，而金融市场最重要的就是投资者的信心。一



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年来，投资者的信心变化情况，一直是人们很关心和注意的。在投资者信心方面，有三大指数可以说明，情况确实是有很多好转。

第一个指数是 VIX 指数。VIX 指数又叫“金融市场波动指数”或“金融市场恐慌指数”。它是在 1993 年推出的一种测量金融市场投资者“心态变化”的指数。对于投资者的投资心态，投资者对市场的乐观与悲观态度，人们使用了很多量的指标来衡量。民调、计算市场上买空和卖空之比的变化，都是一直在使用的指标。VIX 指标则更是每天都能见到的指数。只要你打开美国有线电视金融电台频道一定长时间，就会有人告诉你当天 VIX 指数的变化情况。

VIX 通过计算美国标准普尔 500 指数期货的隐含波动率，来反映金融市场在未来 30 天的预期波动。指数数字越高，说明投资者越恐慌，对股市越没有信心；相反，越低则说明投资者对股市越乐观。一般来说，在指数低于 20 时代表“乐观”，而高于 20 时则表示“悲观”。20 则作为中性线。图 6—1 是 VIX 在金融危机爆发前几年的变化图。在这十年时间里，大部分时间都是在 10 到 30 之间波动，市场“乐观”的时候比较多，“悲观”的时候比较少。有两次超过 45，是很悲观的时刻，其中最“悲观”的一次发生在 1997 年亚洲金融风暴时，在那一年的 10 月 28 日，VIX 指数劲升到 48.64，是那时候的历史最高纪录。不过，这个纪录在金融危机爆发之后被轻易打破。2008 年 10 月 24 日，VIX 指数甚至上升到 89.53，比亚洲金融危机最坏时的数值还要高 84%。由此可见当时市场的悲观到了什么程度。这种高数值的出现，估计也和金融危机一样，是百年一遇的事情。

在金融衍生品非常丰富的今天，投资者已经不再满足于传统的买进、坚守、再卖出的简单投资模式了。很多人通过指数来对冲，保护自己的投资，期望借此减少因为市场整体波动带来的风险。比如，不少投资者在持有股票的同时，还会购买特定股指的看跌期权（Put），来对冲股价下跌带来的投资风险。特别是在特殊事件发生之后，整体市场下跌的可能性增加的情形，他们通常并不是通过清仓来实现规避风险，而是通过对冲来实现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。而在股市短期内上涨太快太多的时候，很多人就会适度地卖出一些股指看涨期权（Call），借此锁定一定的利润。这样做不仅在交易成本上有优势，而且，在税收上也有优势，操作起来也简单。

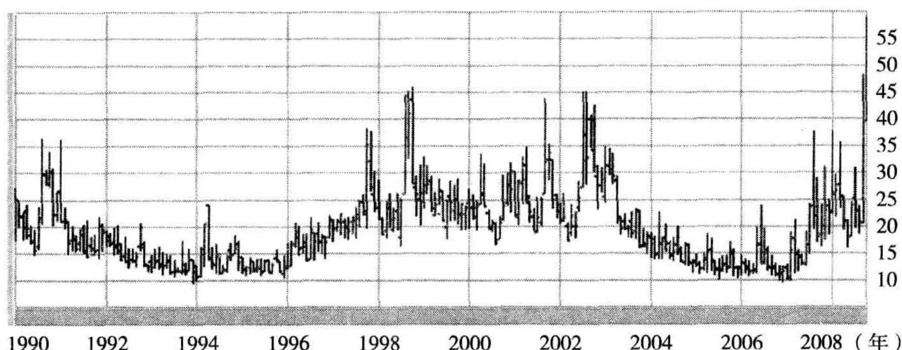


图 6—1：VIX 指数变化图

（图片来源：纽约证交所）

人们这样做所带来的结果是，VIX 指数往往会在股市下跌时上涨，而在股市上涨时下跌。美国股市在 2009 年 3 月见底之后，反弹了很多。VIX 指数也在这之后一直下跌，到 2009 年 9 月下旬时，已经跌到 24 点左右了。虽然市场看来还是以“悲观”为主调，但是，这种悲观情绪已经不是很严重了。2008 年 8 月 22 日最低时还只有 18.6，人们还是以乐观为主，9 月 16 日就已经上升到最高时 33.7 了，开始变得很悲观了。在 2009 年 8 月到 9 月，VIX 指数一直在 22 点到 25 点左右波动，说明市场上人们还在以保护为主。如果股价继续走高，或者稳定之后不出现大幅的回落，估计 VIX 指数继续走低的可能性还是有。也就是说，这时候买股指看空期权，可能还没有卖出看空期权更有钱赚。

第二个重要指标，是伦敦银行同业拆息——隔夜指数掉期。这两者之间的息差，相当于一种贷款利率（LIBOR）与一种衍生品市场利率（OIS）之间的息差。这种隔夜指数掉期并不涉及具体的实际贷款，因此它与 LIBOR 之间息差所反映的是市场的流动性状况。息差越大，说明流动性



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越差，否则就是越好。在2008年9月15日雷曼宣布破产那天，伦敦银行同业拆息与隔夜指数掉期间的息差达到1.05%，并且在随后迅速上升，在其后的10月份还一度达到3.64%的历史最高水平。那时候的VIX指数也是居高不下。到2009年9月时，这二者间的息差已经降到0.13%，还低于2003—2007年期间0.15%的平均水平。这说明，流动性状况已经得到了很好的恢复，银行对它们的交易对手又开始有了信心。

第三个主要指数是信用价差。在金融危机发生之前，纽约的对冲基金经理保尔森，就是通过这种价差的对冲，获得了37亿美元的利润的。从数据看，在金融危机爆发前，垃圾债券收益率与同年限美国国债收益率间的息差，最高时曾经抵达1,100个基点。也就是说，那时候最坏的情形，垃圾债券的收益率比同期美国国债所支付的利息高11%。

而在金融危机爆发之后的2008年10月份，这一息差平均达到了2,100点。如果当时同期美国国债所支付的利息是5%的话，垃圾债券必须付出的利息就是26%。息差增加，是通过垃圾债券的贬值来实现的：在债券的价值开始下降时，它所对应的利息也就开始上升。而债券价值的下跌，也说明了投资者对它信心的缺乏，而缺乏的原因又是由于两方面的因素：一则可能是担心垃圾债券发行人会违约赖债，再则可能是担心市场的流动性不足，在自己需要退出时给自己带来麻烦。

虽然在2009年3月时股市降到了最低点，但是，市场信心和流动性的恢复，也还是将垃圾债券收益率与同年限美国国债收益率间的息差缩小到1,000个基点附近。这个10%的差额虽然也还是很高，但和21%相比，还是下降了很多。说明市场信心已经有了很大的恢复。在2007年年底时，这个差价还在160到170个基点附近徘徊。有的对冲基金就是在160到170个基点时大面积“建仓”，其后在2100点附近时全部“清仓”，而获得巨大的投机回报的。搞这种类型的对冲，及时清仓非常重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第七章
胜兵先胜而后求战
——美国国际沉沦记

美国国际集团，作为一家在国际上首屈一指的金融巨鳄，历经过无数次风雨的金融航母，在次贷危机之后的倒下和败落之后被美国政府不惜一切代价的救助，其中涉及到太多的秘密和不为人知的“阴谋”。

这是一家特别在乎和强调风险控制的老牌公司，也有很专业和强大的风险管理团队和非常好的风险控制经验。这家拥有 11 万员工的百年老店，经受过无数次暴风雨洗礼和考验，并且在一次次重大挑战中成长壮大，最后却被一个 337 人的分公司给扳倒了。它的故事和教训，值得所有金融公司的员工和从业人员去认真、深入地研究和反思，也值得所有的企业经营者去好好回味。

《孙子兵法》里有这么几段：“见胜不过众人之所知，非善之善者也。战胜而天下曰善，非善之善者也。故举秋毫不为多力，见日月不为明目，闻雷霆不为聪耳。古之所谓善战者，胜于易胜者也。故善战者之胜也，无智名，无勇功。故其战胜不忒。不忒者，其所措胜，胜已败者也。故善战者立于不败之地，而不失敌之败也。是故胜兵先胜而后求战，败兵先战而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后求胜。”

在这里，孙子讲的是作战中智慧使用的重要性，强调了非常重要的一点：真正的高手是在作战之前就已经准备好了获得胜利的必要条件，最后胜利的获得，只不过是检验一下结果而已。这和那些没有充分的准备，期望好运降临自己的赌徒相比，有时候可能两者获得的都是类似的胜利，但是，他们获得胜利的质量却是完全不一样的。后者所获得胜利能够被再次复制的可能性很小，所以，他获得胜利的记录也不能被长久保持。再者，孙子还强调了一点：如果大家都看到的，能够轻易获得的胜利，很可能就是不值得去获得的果实。世界上没有免费的午餐，诱饵背后可能就是钩子。

从美国国际集团的历史，我们能够很清楚地看到，在格林伯格领导下的美国国际，就是按照孙子制胜的逻辑在运作。所以，几十年的风雨，不仅不能动摇它的根基，甚至为它的成长提供了一个个新的机会：它能够在他人赌运气而偏偏运气不佳时，来制造自己制胜的机会。可是，最后造成美国国际败落的原因，又正好就是赌运气的做法。在开始时的偶然成功，让他们“看到了”成功的内在“必然性”而不是“运气性”。这种不幸的结果，再一次给人们提醒了一个真理：如果你基于错误的逻辑成功了，那么，你的成功可能比你的失败更可怕，长期付出造成的代价也会更大。

第一节　辉煌的战绩

美国国际集团与中国渊源深厚，它的最初资金来自于对中国的掠夺。早在 1919 年，美国国际集团的创始人、怀揣淘金梦的美国年轻人斯塔尔(Cornelius Vander Starr)，就来到当时的远东金融中心上海。他当时是在日本工作不如意，打算来上海碰碰运气，没想到，借助于美国作为列强之一在中国的优势地位，在加上自己的精明强干，没几年时间，就在上海捞到了沉甸甸的一大桶金子。以这桶金子为基础，斯塔尔才得以在纽约建立一个有一定实力的金融公司。在美国多年的艰苦经营没有多少起色的情况



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下，是一个原本不“应该”雇佣的雇员，最后让他的公司成为世界金融市场上的巨无霸的。

从一个不为人知的小公司，到世界金融业的巨鳄，业务的大规模扩大并最终成为全球最大的保险商，其转折点开始于1968年。就在这一年，美国国际将一位年仅43岁的犹太人汉克·格林伯格（Hank Greenberg），送上了自己的帅位。由此，开始了格林伯格独领风骚的几十年的辉煌岁月。

这位经历过第二次世界大战，从诺曼底登陆的海滨死人堆里存活下来的退伍军人，不仅继承了斯塔尔的开拓精神，而且，还将他独断大胆的经营风格发挥到了极致。从一定程度上看，格林伯格就是斯塔尔“传、帮、带”教出来的学徒。格林伯格是从“斯塔尔大学”毕业的优等生。通过多年职业生涯的磨炼，格林伯格将自己培养成美国国际集团所需要的一位英明与伟大的统帅。

其后，凭借自己的勤劳与精明强干，在他执掌帅印的长长38年里，美国国际集团的市值，从其后不久公开上市时的3亿美元，上升到最高峰时的高达2,700亿美元。即使是在次贷危机爆发之前的2007年5月，市值也还有接近2,000亿美元。

格林伯格让无数的信任者发了大财：开始时的一万美元投资，在获得大量的红利之后，到2700亿美元的市值时，这些投资者也还有900万美元的账面价值。

如果按照2009年5月时公司27亿股的盘面来计算，在一度到达100美元高位时，公司的市值一度达到2,700亿美元！当然，由于金融危机涉及到救市和扩股，公司的股份估计有一定的稀释。

如果再分段看，在20世纪80年代，十年的时间，公司的股价上涨了8—9倍。如果当时每年公司平均有3%的年度红利，和股价的变化加在一起，投资者十年中获得的回报也在10倍的水平。1987年时的股市危机虽然对公司股价打压很大，但不到两年，股价又创了新高。在1990年，公司股票的业绩甚至更好。那些在获得10倍的回报后就出手的投资者，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绝对会后悔不迭。那些在1987年股市崩盘前，在9美元（分股调整之后的价格）的顶峰卖出，一度得意洋洋的聪明人，在2000年年底时，也肯定会“发现”自己的“无知”和浮躁。在这个十年时间里，在大量分红之外，公司又给投资者带来了远高于10倍的投资回报，股价从开始时的每股8美元，推高到十年之后的100美元。算上红利，十年总的投资回报在15倍以上。即使按照十年15倍的水平，也相当于平均每年复合31%以上的投资回报！

美国国际曾经给价值投资者一个很好的成功投资案例。赢得如此骄人的业绩，自然与格林伯格的英明领导分不开。是他所带领的团队，将业务辐射到全球135个国家。通过兼并和直接投资，旗下的分支机构扩充到4,300家的庞大规模。雇员数量也一再增加，最后超过10万人。今天的美国国际，在一定的裁员之后，也还有11.6万的雇员人数。

在巅峰时期，公司的年净利润，高达140亿美元，总资产规模1万亿美元。在当时《财富》世界500强的排行榜上，跻身前十，成为名副其实的“保险帝国之王”。即使按照很保守的10倍的市盈率，公司的市值那时候也在1,400亿美元。

美国国际旗下的友邦保险自1931年在上海成立之后，由于日本人在中国的一再制造事端和第二次世界大战前夕的中国国内的混乱，不得已，在1939年将总部迁往纽约。1941年，因日本对美发动战争而暂时停顿。在第二次世界大战结束后，上海及马尼拉的办事处，在日军投降之前就已经重新开业。从这里你能够看到，即使是在战争期间，公司虽然没有业务进行，但运作并没有停止，只是处于等待期，但又不是被动的等待。这就是优秀公司不同于一般公司的地方，也是它后来能够得以壮大成长的关键。美国国际集团在中国的经营，纯粹是出于业务的需要，谈不上对于中国的什么“情结”。如果硬是要谈什么“情意”的话，那就是中国给它带来的发财机会，让它觉得“应该”感谢中国这块沃土。作为友邦自己，它倒是很需要中国人觉得它对中国很有感情，让它可以获得中国境内更多的业务。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国国际集团在上海的业务，自第二次世界大战结束之后，一直经营至 1950 年。也就是说，即使在中国的内战期间，公司也还在中国经营一些保险相关的业务。那时候，它在经营怎么样的人寿保险，又怎么敢在战争期间继续经营，也是一个很值得了解的有趣的事情。后来，由于新中国取消了私有经济的存在，外国公司在中国的存在就更加不可能了。在这种情况下，它不得不搬走，集团的地区总部也在此之前的 1949 年，就迁往了香港。即使在那种情况下，它也没有轻言放弃。从后来的结果看，斯塔尔在中国经营顺利，而在市场竞争环境比较公平的美国本土市场则一直顺利不起来，这正好说明，他的公司在中国的轻易得手，应该是得益于某种非经营水平上的优势地位。作为一个美国人，居然在自己的本土水土不服，也是一个很有趣的现象。

借助于在香港的根基和建立的长久人脉关系，公司在“曙光出现”的时候，占尽了优先进入大陆市场的天时、地利、人和因素。1992 年是一个特殊的年份，是新中国第一次热火朝天地放开国门，迎接世界“列强”的时候。也是在那一年，美国国际集团成为第一家获准在中国经营保险业务的外资公司，它通过旗下的友邦保险，于同年在上海设立分公司，并且获准在上海经营一系列人寿保险产品及服务。虽然美国国际集团为了这一天努力了很久，但“临门一脚”，还是得益于邓小平开放的政策。

美国国际通过成功的公关，特批获得的这张保险牌照，可以说是前无先例，“后无来者”。因为一直到 2001 年的近十年中，也还没有第二家外国公司，能够在中华大地上获得类似的“特权”。这种特权让无数的竞争者垂涎三尺，但苦于无门可入。那种机会也不是有钱就能够买到的。那种金钱无法买到的机会，也正是造就“奇迹”的基础。

十年时间，对于金融公司来说，是一个太长太长，太大太大的优势机会。它给了美国国际足够长的时间，在没有外国同业竞争对手存在的情况下，在中国国内经营自己的地盘，打下牢靠的根基。事实上，它也充分地利用了这个机会，让自己成为中国境内最有竞争力和影响力的外资公司。从这里可以看出，在玩弄非经营因素为经营服务这点上，格林伯格更好地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保留了斯塔尔的传统。

实际上，早在1980年时，公司就开始关注中国改革开放的决心和由此可能出现的机会，并且还在那时候在北京设立了代表处，成为第一家在中国设立代表处的外国金融机构。他没有忘掉中国这个到处是黄金的未开发之地。那时候的中国，个人人寿保险，还是一个很新鲜的词语。在今天也还远没有美国来得普及。其他保险和金融服务的概念，对于没有什么剩余资产的中国人来说，似乎也没有为之操心的必要。但这一切，随着中国人的逐步富裕，终将发生变化。只是没有想到的是，这一等就是十二年，还是邓小平的“急躁”才给了这家公司以机会。如果邓小平那一年的春天还能够耐得住性子，不放出“谁不改革谁就走人”的硬话，中国现在是个什么样子都很难说。

在中国改革开放之后再次进入中国之前，美国友邦保险有限公司，作为美国国际集团的全资附属公司，在1931年成立之后，就一直活跃在亚洲地区，并没有因为撤出中国大陆市场而停止业务。那时候，它以香港为基地，继续在亚洲大把赚取票子。同时，它还在随时准备着再次进入中国这个庞大的保险市场。

在再次成功进入中国国内市场之后，美国国际集团就想到了夺回自己几十年前在上海的总部。几经努力，友邦保险终于在1996年12月，被获准租赁了位于上海著名地标的外滩17号的大楼，合约租期是三十年。美国国际集团的前身公司，在1927年时也曾在那里办过公，它算是回到了自己的故乡，近70年之后，该大楼又再一次成为友邦保险公司上海分公司的办公所在地。

随着中国经济的快速发展，外加自己的垄断地位，友邦保险在中国的业务自然是成就斐然。作为世界上实力最雄厚、经营最规范的保险公司之一，友邦保险的进入，确实是给中国保险市场带来了许多国际上的规范经营理念。这也是当初朱镕基总理所强调的，通过放开市场，在竞争中，让中国公司得以向国外的公司学习先进的经营理念和管理方法。不过有时候，这样做需要付出的代价比较大。中国在那时候也是没有其他的选择。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在描述对中国管理现代化的贡献时，美国国际每每自豪地说：它率先将国际寿险管理协会的标准考试引入中国国内，作为检测和培训寿险精算师专业水准的尺度；它也是第一家，将寿险经纪人代理制度引进中国国内的保险公司；现在，这些都已经成为其他主要人寿保险公司主要的营销方式了，成了中国的寿险的经营规范。客观而论，美国国际进入中国，对于中国保险业的现代化，还是起到了很积极的作用。在实力和管理水平上，它毕竟还是一家一流的国际大公司。

根据美国国际自己的宣传材料，除了自己传统的人寿保险业务之外，在非人寿保险的其他保险领域，美国国际集团也很活跃。该公司属下的美国美亚保险公司，是美国国际集团在海外经营物产险及意外险的保险机构。自 1992 年以来，美亚保险在国内的上海、广州、深圳和佛山等四个城市设立了分支公司，提供财产险、水险及意外责任险等保险产品。2004 年，美亚保险在中国的所有分支公司，都已根据中国加入世界贸易组织的协定，有资格向本地企业及消费者提供财产及意外险服务。也就是说，它已经拥有和中国国内保险公司一样的业务经营权利了。

作为一家在国外出生的美国公司，对于不同国家的文化和经营环境，有着深刻的理解。本地化，扎根当地是一家外国企业得以长期持续发展的基础和根本。将自己国际化的管理水平与理念，包上一层厚实的当地形象外衣，并且借助于当地人才，来服务于公司的利益，就是一家成功的外国公司所必须做的工作。这也是区别一家外国公司能不能服水土的最基本一点。

公司不仅在制造亲近中国的形象方面舍得花钱，而且，在对本土人员的培训方面，美国国际也是不遗余力。立足中国市场，在中国国内培育本地化人才，是确保公司长期稳定发展的基础。而且，中国本身的风险参数有自己的独特性，不是可以从其他市场“引进”就可以得到的。

从 1994 年开始，友邦保险先后与复旦、中山、中国科技和北京大学合作，共同成立了四个精算中心，培育本地化人才。看得出来，它的合作对象，涵盖了中国大学最有实力的部分，同时在地域方面还有很好的兼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顾。而且，从实际结果来看，它还有本事让大量中国名牌大学的毕业生，为它从事保险经销员的工作，也不能说不是很神奇。这点在美国它是不可能做到的。

除了人寿保险和财产保险之外，美国国际集团在中国的业务，也和其总公司类似，还涵盖很多其他方面，像IT服务、咨询、投资、飞机租赁等，范围广泛。不过，作为一个以盈利为目标的企业，从它第一次踏足上海这片中国的土地开始，赚钱就是它工作的核心。在众多外资保险公司中，友邦以起源于中国而显得与众不同，容易获得中国百姓的信任。1994年，经过两年市场培育后，上海友邦开始迎来第一个收获年，到1995年时，它平均每月可售出3万份保单，年保费收入近3.9亿元，市场占有率23%。此时，友邦已经在上海滩的寿险市场取得垄断地位。

第二节　兴衰的转折点

作为全球市值最大的保险公司，美国国际集团的成功，靠的是它在金融领域的不断变革和创新，稳健保守的经营理念，雄厚的财力和良好的信誉。在今天，这些让它赢得全球500万客户信任的每一项，似乎都受到了很大的冲击和挑战。不仅如此，它的信誉还一次次被它所卷入的丑闻所损毁。而且，美国国际集团有今天的败落下场，应该还是那个斯皮策的功劳，当然，你也可以说是美国国际集团自作自受，咎由自取的必然结果。对于这点，大家就有永远争论下去的话题和各自的理由了。

2004年10月14日，纽约州检察长斯皮策（Eliot Spitzer），起诉一家美国金融中介服务公司——马什（Marsh & McLennan），在经营中存在欺诈行为。马什是一家经营规模在世界上最大的保险经纪中介公司，它的总裁杰弗瑞·格林伯格，就是美国国际集团总裁老格林伯格的大儿子。

在纽约联邦最高法院的听证会上，斯皮策代表纽约州政府，起诉马什非法控制价格，收取保险公司贿赂，并为了佣金诱骗和误导客户购买不适合于他们自身利益的保险产品。当时，除美国国际集团之外，还有ACE、



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慕尼黑（美国）再保险公司和哈特福德（Hartford）保险集团等多家美国大保险公司，也被指控参与了这种欺诈行为。

斯皮策在起诉材料中说，作为世界上第一大保险经纪商，为了获得更多的佣金，马什设计出了一个虚假的投标体系，来欺骗投保人，让其相信：保险商为获得他的生意，进行了合理的竞价投标。在保险业，大客户为了得到最物美价廉的服务，通常会通过经纪公司找几家合适的保险和金融公司进行竞价，以便能够获得一个市场竞争结果的好价格。让客户没想到的是，自己信任的经纪公司在这里玩了猫腻，搞假竞价。而且，一玩就是好几年，善良的客户还一直被蒙在鼓里。

在美国，保险公司保单的销售，除了一些很大的公司有自己的销售人员外，很多情况下是通过第三方保险经纪公司完成的。即使是那些大的保险公司，大多数也允许经纪人销售它们公司的金融产品。

保险公司会根据业绩，向经纪公司支付佣金。根据马什公司与保险公司签署的合作条款，对于经纪商，保险商除了应该支付的合同规定的佣金外，还可以再支付额外的“奖金”，以奖励经纪公司的员工。问题就出在这个奖金上。怎么个奖励法，为什么奖励，按照纽约州的法律，是有很多名堂和规定的。

说到底，羊毛出在羊身上。保险商能够这么做，说明保险商能够获得额外的好处，为了这些额外的好处，购买保险的客户必然要多付出成本。如果保险经纪公司能够事先向客户说明白其所收费用的细节，让客户明白他们付出了什么，得到了什么，并且，经纪商还能够以客户的最佳利益为目标行事，经纪商的这种获得额外奖金的做法，实际上也是合法的。也就是说，客户得有知情权，同时经纪商不能忽悠客户，不能乱用客户对自己的信任为自己和他人牟利。

可是，在马什公司的网站上，它把这些额外费用，描述为是经纪公司为保险公司提供的服务所得到的报酬，这些服务包括建立公司的销售网络、产品开发、技术服务和行政服务等。也就是说，这些“奖金”是经纪商通过为保险商工作而获得的工作收入，与保险产品的购买者、经纪商的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客户没有任何关系。

斯皮策认为，马什对这些额外费用获得理由的说明有误导性。事实上，是因为马什通过操纵价目和调整保单价格，直接或间接地提高了客户的保险成本，而从保险公司赚取的额外佣金。

调查发现，美国国际曾与马什有过类似的业务往来。在斯皮策提出指控后的第二天，美国国际的两位管理人员，就对“图谋欺诈”的罪名供认不讳。不久，注册于百慕大的保险公司 ACE 的助理副董事长阿贝拉姆，也承认“串谋妨碍竞争”的指控。

马什公司的欺诈丑闻，使人们再次注意到美国国际所涉及的其他丑闻。在马什事件期间，美国政府的相关部门已经重新开始调查美国国际在 PNC 银行的融资丑闻中所扮演的角色。

安然公司是在 2001 年破产倒闭的，是当时为止美国历史上最大的破产倒闭案。安然的垮台，让无数的人和公司遭受重创。对于其违规的会计操作方式，让政府部门开始意识到问题的严重性。也是在那之后，美国政府部门开始对上市公司所使用的不规范的会计作业，展开调查。作为这种调查工作的一部分，就是其后对总部设在匹兹堡的 PNC 这家地区性银行的会计问题所进行的调查。

调查对象，主要是 PNC 与美国国际合资组建的、一家经营证券化贷款的公司。政府方面是想搞明白，这些贷款的风险，是不是被不合理地转移给了投资者。还有就是，银行对于自己利润的追逐，是否会影响到贷款的安全和质量。当时的核心关注点，实际上是想知道，相关公司是不是在借助这种工具，在做假账，转移公司账目中的问题贷款（不良贷款），让自己的公司盈利报告更好看一些。目的是为了确保公司股价的稳定，从而，银行的高管，就可以获得更多的股权奖金方面的个人利益。

在美国，做假账和我们国内的私营企业还很不一样。它们的目的不是逃税，或者不主要是为了逃税。在美国的法律体系下，明目张胆做假账逃税的报道似乎很少，人们已经不太敢冒这方面的风险了，可能是也很难有能够操作成功的手段。但是，靠“转移”亏损和适当“移动”盈利的办法



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来“操作”公司的季度报告数字，倒是很普遍的行为。

一般说来，他们也没有搞什么“假”，数字还是一样的，只不过是在时间上“移动”了一下而已。也就是改变了那些数字发生的时间而已。这样做的目的多种多样，归根到底，就是为了实现自己奖金利益的最大化。这样做的公司很多，在一段时间里也很猖獗。如果说“法不责众”的话，那么，这些公司就“应该”都没有问题。可是在美国，实际情况是“法网恢恢，疏而不漏”，“不是不报，而是时日未到”。那些“移动”的手段，在当时处于法律的“灰色地带”，这也是为什么那些上市公司，在有着大量专业律师的前提下，还是敢作敢为的原因。

不过，这次 PNC 的性质完全不同，它是在隐藏亏损[①]。它是在借助于虚假的保单操作，来将自己资产负债表中的大笔坏账，分摊到未来的年份去。这样做，对未来的股票持有者是不公平的。因为，他们实际上是在基于一个被人为“高估的”有水分的价值在投资公司。而这个价值的高估，又是因为信息虚假的结果，而信息的虚假，又是因为公司动了手脚。

对美国国际与 PNC 的这笔“生意”的调查，在 2002 年就进行了。那时候，美国证监委的调查发现，有三家上市公司，在当时合谋做了一笔违规的交易。美国国际帮助 PNC 将 7.62 亿美元的债务和不良贷款，从该公司的资产负债表上转移了出去。当时，美国国际旗下的那个“美国国际集团金融产品”公司，专门为 PNC 设计了一个特殊的保险，那个保险的唯一目的就是转移债务。保险产品的目的是为了转移风险，而这个“保险”产品里面却不存任何的、人们难以预测的风险。也就是说，它不是一个真正意义上的保险产品，而是以保险产品的名义在做其他的事情，而这种“偷梁换柱”行为，又是美国法律所不允许的。事情暴露后，美国国际公开声明说，这只是一个个例，公司没有采用类似的模式与其他公司进行交易。并且还很蛮横，拒绝配合美国证监委和司法部，向他们提供对方希望

① 房利美对于亏损的隐藏，规模更大，进行的时间也更长。为了掩盖亏损，房利美曾经使用了很多“合法”的手段，来将亏损剥离出公司的财务报表。按照美国金融周刊 Barron's 的报告，房利美在 2002 年的 64 亿美元的盈利，是在剥离 89 亿美元的损失之后得到的。参阅：Rex Crum，Fannie Mae faces more income issues，CBS.MarketWatch.com，May 15,2004。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得到的必要信息。同时，美国国际还在想办法，通过加强公关来弱化该事件对公司形象的负面影响。

在锲而不舍的努力之后，政府方面最终发现，美国国际是在撒谎：他至少还为另外两家公司安排了五宗类似的交易。最后，PNC 先行与美国证监委达成妥协，支付了约 1.15 亿美元的罚款。其后，执法部门开始来专心对付美国国际这个保险巨头。

政府部门和公司之间的博弈，还是很需要技巧和策略的一项工作。这一次，政府方面是先从外围开始，在肃清外围之“敌”之后，就得以专心对付最难侍候的美国国际集团这个金融巨头了。

其后的深入调查，让美国证监委得到了这样的结论：美国国际没有向公众如实披露内情。没有让公众明白，它在协助 PNC 掩饰不良贷款时所起的作用，也没有披露其他的类似交易。它还通过误导投资者，来销售一些保险产品。它通过设立附属机构，为客户掩盖亏损或虚增盈利。

调查的结果，是在 2004 年美国国际同意向 SEC 和司法部支付 1.26 亿美元的赔偿金和罚金，以及在 2003 年 6 月，PNC 支付 2,500 万美元罚金。

总部位于伦敦的安永会计师事务所，也因此支付了 160 万美元的赔偿金和利息。其后，相关各方还支付了大量的赔偿金给 PNC 公司的股东。安永会计师事务所也对 PNC 的股东赔偿了 900 万美元。

根据斯皮策的调查结果，美国国际远没有公司自己所声称的那么无辜。类似的违规做法，欺骗股东的行为，美国国际早在 1990 年就开始进行了。1997 年，美国国际就开始推销一种“非传统”的、具有“损益表滤波器”作用的保险产品。这种产品有一种特别的“魔力”，它可以帮助一家公司，把自己一次性的损失分摊到未来几年之中去。也就是说，它可以让公司的账户看上去好看很多。当然，为了这种“好看很多”的视觉效果，“购买”这种产品的公司是要付出代价的。

1998 年第四季度，总部设在印第安纳州的手机和配件销售商亮点（Brightpoint）公司宣布，公司在即将完成了的那个季度，所有的亏损，将被控制在 1,800 万美元之内。不久之后，实际结果出来之前，公司发现



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己的亏损额远远高于预期，实际数字将达到2,900万美元，比预估的要高1,100万美元。面对这种困境，亮点公司的CEO和公司风险管理部门的负责人，就想到了美国国际的那个“损益表滤波器”产品。

美国国际的这家分公司当时为亮点提供了一份专门定制的“可回溯保单”。“保单”规定，亮点公司可以在三年时间里，按月向美国国际集团的这家分公司支付保费，总额为1,500万美元。而美国国际集团则通过保险索赔的形式，一次性地支付给亮点公司1,190万美元。

从会计角度，这是公司的一次性收入，属于“意外之财”。而且，这个“意外之财”在规模上还很巧合：2,900万美元减去1,190万美元，结果是1,710万美元，比预计的1,800万还要好一些。面对公司如此之“高”的成本控制水平，结果公布时，公司股价不仅不太可能大幅下跌，还有可能会上升。因为所有的信息已经是公开过的信息，在没有新的负面消息影响的情况下，股价是没有向下大幅下跌的动机的。

这笔交易对于美国国际，相当于借给亮点1,500万美元，后者分三年按月还清。美国国际总共将获得1,500 -1,190=310万美元的利息收入，而自己又没有承担任何风险，是一笔只赚不赔的生意。一笔标准的借款，在美国国际集团的操作之下，变成了一笔保险产品，而且，还是一开始就可以产生并且完成索赔的产品。这种颠覆“传统”保险产品意义的金融“创新能力”，曾经被美国国际集团反复炫耀为自己的独特能力。

对于这笔交易，美国国际坚持认为，自己严格遵循了会计准则，而且也是基于合法的保险合同进行的。但在政府方面看来，这种做法，实际上与当年安然公司为粉饰公司资产负债表上的债务所使用的特殊衍生金融工具，在本质上是一样的。调查工作对亮点公司股价的打击相当大。在2002年时，亮点公司的股价最低跌到每股0.2美元左右，公司也几乎到了破产的边缘。

2003年9月，调查告一段落，公司和两名前高管被罚款45万美元。美国国际也因此被罚款1,000万美元，并在2003年9月最终支付了这笔罚金，了结美国证监委对它的指控。美国证监委的一位官员，在调查结束



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之后评价说：两家公司的合谋，让亮点公司的收入被夸大虚报了61%，比例之高令人震惊。

马什斯诈案，使人们开始质疑，保险经纪人和保险公司口口声声谈论诚信，他们给予顾客的，又到底有多少真实的诚信成分。而自己基于对他们这些人和公司的信赖所购买的保险，是不是合适，有没有过度保险的问题，就值得大家好好地再自我检讨一下了。

而PNC的丑闻，自然又使人联想到臭名昭著的安然事件和MCI公司的造假及其之后世通(MCI-WordCom）公司的倒闭事件[①]。一次次的造假，一个个让人不寒而栗的事实，让投资者担心，这些上市的银行和金融机构甚至其他公司，他们的财务报表，又有多少是真实的呢？如果上市公司的管理层隐瞒实情，作为投资者，自己身在危险之中，在接着一把把廉价的锋利刀子，却不知道自己在被划伤，这样的后果是不堪设想的。

如果和国内的公司行为相比，美国国际集团的那点事，根本就不是什么事情，这也是为什么一直到2009年9月时，格林伯格还是很不服气当时斯皮策对他和他所在的美国国际集团的惩罚的主要原因。格林伯格觉得很不公平，觉得斯皮策是在滥用职权和政府的财力。但是，作为一家私营公司，即使是世界上第一号金融帝国，在强大的美国政府财力和政治权力面前，也只有自认倒霉的份。

这是一个很有特色的美国现象：在美国，利益集团可以通过自己的财力，雇佣大量的说客来游说美国各级政府的政客，一次次成功地为自己谋取私利。美国利益集团的强势和影响，已经成为左右美国政府政治决策的巨大力量。斯皮策当时能顶着巨大的压力可能还有更多的个人利益方面的考量：怎么样借助于这种动作建立一份难得的个人政绩，为未来的政治生涯打个良好的铺垫。在一个选民政治环境中，那种政绩的价值非常大。

① 2005年2月14日，美国微波通讯公司（MCI）因为早期的财务丑闻而陷入发展低谷，后被世通公司并购，在合并的公司宣布破产之后，又被电信巨头Verizon公司收购，价格高达67亿美元。MCI过去的许多高管，因为财务丑闻等原因，先后被迫辞职或解雇，原首席执行官埃伯斯还因为涉嫌诈骗被关进了监狱。在2002年夏天世通公司申请的，到那时为止的美国历史上最大的一笔破产保护中，其财务报告中的“误报”数字竟然高达110亿美元。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2004年曝出的会计丑闻，最后以格林伯格的被迫辞职而告终。美国金融巨头在会计方面的作弊似乎是很常见的事情，看来，这位巨鳄也不比其他公司在道德上优良多少。

格林伯格的离开，体现了美国司法力量的巨大威力。同时，也给世人带来了一场巨大的灾难。如果历史能够重演，如果当年格林伯格能够在公司支付一笔巨额罚金之后，得以继续执掌美国国际集团的帅印，那么，美国国际是不是就不会那么深地卷入风险很高的次贷抵押债券的信用违约掉期（CDS）产品，从而，也就不会将美国房市推高到那么狂热的地步呢？

一个格林伯格或许真的可以拯救太多善良的人们，至少我是这么觉得的。但是，历史不可以假设，更不能够重来。历史的诡诈和人类命运的多舛也就表现在这里。社会和历史的发展似乎有其必然性，虽然从表面看是由一个个偶然因素造成的。历史造就了一个出生和成长在一个富裕之家的斯皮策，这位斯皮策又那么喜欢打抱不平，为的是社会的公平与正义（不管他的动机如何，至少在当时的结果是这样）。事情的结局以格林伯格走人收场，虽然美国国际集团是一家私营企业，是世界上第一号金融巨头。如果像美国国际集团这样的公司存在于其他国家，可能国家的意志还得服从于这家私营企业的意志，一个小小的“省级”检察长是不可以扳倒它的。可是，那又是在美国，美国的“没大没小”“可大可小”又和很多国家的国情非常不同。

从个人动机看，斯皮策是为了未来成功竞选美国总统做铺垫的。然而，作为一个胆敢与整个美国金融界为敌的政治家，即使你暂时得势，在没有金融巨头的背后支持的情况下，能够在美国的竞选政治中成功获得总统宝座，似乎也是一个天方夜谭的故事。再者，斯皮策后来因为嫖妓闹出丑闻而被迫辞掉纽约州州长一职，也是一个让人很难读懂的故事。如果斯皮策真的成功当上美国总统，作为小布什的继任者，那么，他又会是怎样面对金融危机这个他自己“制造”的局面呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节 时代的悲剧

2008年刚刚入秋，北美大地，五彩缤纷，景色优美。但此时生活在那里的人们的心情，却怎么也高兴不起来。由美国国际集团这个国际保险界的巨头为主角，正演绎一场百年一遇的金融大危机的恶作剧。9月15日，受次贷拖累和由此导致的投资评级下调预期的影响，美国国际的股价大幅下跌，单日跌幅高达61%，市值一天内蒸发近180亿美元。大量恐慌性抛盘将该股当日成交量推高至7.38亿股，相当于以往15至20个交易日的交易量总和。

次日，预言不幸成为现实，三大信用评级机构同时宣布下调美国国际的信用评级，该公司股价再度跳水超过70%。与此同时，在亚洲的新加坡和中国香港等地，成千上万的公司保单持有者，对公司的前途出现恐慌性担忧，纷纷要求公司退保。人们担心美国国际将因此而倒闭，由此会导致自己所交的保费也随之打水漂儿。

不过，对于保险公司的投保人来说，这种担忧似乎是多余的。至少在美国，保险公司的客户手中的保单，是不会随着保险公司本身财务的恶化而消亡的。这部分利益有一种额外的以州为单位的行业保障。

不过，还算幸运，雷曼的破产，给了美国国际获得政府资金救助的机会。就在濒临破产的危急时刻，美联储宣布，向美国国际提供850亿美元的贷款，并正式接管了该公司。美国政府没有救助雷曼公司，却救了美国国际，让很多人不理解和不服气。美国联邦的贷款注入，存在很大的本金风险。这笔钱的花出，是美国政府在代表纳税人投资美国的经济和未来，从理论上说，也应该是需要有回报的。不过，这种回报可能不是那么直接，收获得从整个国家的角度来考虑。

虽然如此，本金本身的安全，也还是一个重要的考虑因素。为此，作为交换，美国联邦政府将作为美国国际资产的第一优先债权人，它同时还在逼迫公司尽快卖掉自己的非核心资产。另外，他将在公司无法偿还债务



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的情况下，获得公司高达 80% 的股份。

事后，媒体比较一致的分析认为，美国国际的业务辐射面非常之广，属于那种“大到不能倒闭”的巨物，美国政府出手拯救，实际上是在一起拯救该集团遍布全球的所有交易伙伴，更是在拯救全球的金融体系。这句话也有一定的道理。

2009 年 3 月 15 日，美联储主席伯南克，在接受媒体访问时强调，救助美国国际是一件让他气愤和焦虑的事情。他说，这家公司过去一直在下各种无节制的赌注，当这些赌注失败之后，公司不仅给自己的股东带来巨额的投资亏损，而且，还将美国这个国家置于一个困境。如果美国国际集团破产，它所带来的将是整个金融系统的破坏，甚至是毁灭性的打击。

在 2008 年 9 月，雷曼破产之后，美国政府决定出面救助美国国际。但是，在当时，政府对于公司出现的麻烦到底有多大，一直就没有一个可靠的估计结果。获得的答案是一次次让人吃惊。开始时政府注入的 850 亿美元，到后来远远无法补上公司的资金需求“黑洞”。一个月之后的 10 月 8 日，公司又向美联储申请了 378 亿美元的贷款，这也还是远远不够。

在公布 2008 年第四季度净亏 617 亿美元之后，美国政府没有办法，又再度注资 300 亿美元。由于无法预测美国国际的倒闭对美国的金融市场到底有多大的冲击，美国政府采取了不顾一切救活公司的态度。大家注意到，美国政府关注的是公司倒闭对于美国金融系统的冲击，而口中说的是对世界金融市场的影响。

是的，救助它不仅对于纳税人而言，绝对是不公平的一件事情，而且对于许多其他的没有被政府救助的人而言，实际上也是。伯南克说：美国纳税人得用自己的钱，去救赎一家逃避政府监管、肆无忌惮地狂赌的私人企业。但是，你们必须理解，我们已经别无选择。否则受到波及的，将会不仅仅只是美国的金融体系，而且还有整个美国的经济系统。如果那样的话，美国普通民众所遭受的长远经济损失可能也就更大、更多。

他的话，是不是有道理，人们在危机中时，没有时间去思考和分析，也容不得花时间去思考。先救了再说，这和人落水是一个道理，危急时刻



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是没有时间来讨论谁对谁错的。美国国际集团实际上也是钻了这个空子而占了便宜。

我认为，不救助美国国际，对于美国经济系统的影响，远没有美国政府想象的那么严重。但是，在危机出现时，在“仔细地”研究了大量的可能方案之后，政府认为，救助还是最明智的选择。因为，向美国国际注入资金，最后获利的实际上并不仅仅是美国国际的股东，或者说，获利的主要还不是美国国际的股东。大量的资金，在美国国际手上也只是过个账，立马就被转到其他的美国金融公司的账户上去了。

从这个角度来看，如果最后美国政府因为救助美国国际，而出现大笔亏损，那么，也算是美国政府给美国的金融机构发了一大笔政府补助款。到时候，如果这些公司能够健康运转，也还是美国的公司，也还是美国的财富。不同的也就是一个再分配，财富转移支付而已。

我想，如果美国政府不救助作为一个公司的整个的美国国际，而只是有选择地只救助它对国民经济影响比较大的那部分，那么，是不是就会更有效率一些，而且需要的资金也会少很多。同样是资金，能够做的事情也会多很多。

还有，在美国国际大量的信用违约掉期责任里面，政府是没有必要出面全部担保承担责任的。那些当初基于对美国国际财力的信赖，大量购买美国国际卖出的信用违约掉期，最后因为美国国际无力履行诺言而遭受损失的债券投资者，完全可以由政府出面支付一部分，而不是全部的保证。这些投资者当初对美国国际集团的信赖，实际上也存在着风险，这种风险是应该由投资者自己去承担的，因此美国政府没有理由去担保和承担这部分的风险。

对美国国际集团的救助，一次次让人吃惊。在政府两次注资之后，也还是不足以保证美国国际的正常运作，没有办法，美国政府只好第三次打开支票本。第三笔的救助，是在 2009 年 3 月初注入的。一方面，政府在注入 300 亿美元新资金；另一方面，政府还把自己所持有的 400 亿美元的优先股，转为没有股息的普通股。这后者给美国国际集团节省了大量的股



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息支出。看得出来，美国政府是在想着法子救助美国国际集团。

同时，美联储还减少了对美国国际的贷款额度，以换取公司旗下美国人寿和友邦保险的大部分股权。简单而言，就是减少了贷款额，增加了拥有的股份比例。这样的好处是，让公司尽可能少支出现金。而现金在这个时候又是最宝贵的。

按照此前的安排，公司需要为这 400 亿美元优先股，支付高达 10% 的年利息。而在换为普通股之后，因为公司已经不再为普通股持有者支付红利，因此，也不需向政府支付任何利息或者其他股息，这部分一年下来就是 40 亿美元。

还有，美联储之前承诺对公司的 600 亿美元信贷安排将被削减，以换取最新分拆形成的两个特殊目的实体（SPV）的股权，这两个实体将被纳入公司旗下两大海外人寿保险子公司的资产，即位于亚洲的美国友邦保险公司和美国人寿保险公司。据悉，美联储将在这两个新的实体中持有最多 260 亿美元的优先股。受政府再度注资的消息刺激，美国国际的股票在纽交所收报 0.42 美元①。想想在一年之前，52.25 美元的股价，它的股民也只有流泪的份。

2009 年 3 月 2 日，美国财政部和美联储在一份联合声明中这样解释：考虑到当前市场的脆弱程度和美国国际可能对金融市场带来的更多的系统性风险，如果政府不采取更多的救助行动，结果将给美国经济和纳税人带来的潜在成本，或许会比救助本身付出的代价要高得多，甚至超出我们的想象。如果市场在这之后还不见企稳迹象，政府可能还会对美国国际采取进一步的支持措施。

不少的分析师说，政府这样做也是别无选择：政府担心，如果不注资干预，美国国际的巨亏可能导致该公司的信用评级被继续降低，从而引发

① 美国国际的股价在 2009 年 7 月 1 日做了 20 股合一股的“逆分”，意在保持股价高于 1 美元，这也是为了保持自己在纽约证交所挂牌的资格。“逆分”时公司的股价相当于分股之后的 20 美元。其后很快就下跌到 9 美元以下。2009 年 9 月时，由于 CEO 的调整，更因为新的 CEO 说将借助于格林伯格的帮助来救助美国国际，投资者信心才有所提升，股价一路反弹到 40 多美元。从这里，人们看到了格林伯格的价值。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司及其交易对手损失规模的进一步扩大。信用等级降低，公司需要的现金储备要求将增加，公司的现金流就会出现更大的问题。公司不能履行自己的资金承诺，它的交易对手，那些向它购买了CDS保单的客户，所持有的债券也就得贬值，他们也就会遭受巨额亏损。这样一环一环走下去，就是一个恶性循环，结果“自然”是金融危机的恶化。

据估计，美国国际通过它的“美国国际金融产品公司”向美国和欧洲银行，出售了超过4,500亿美元的信用违约掉期合约（CDS）。如果美国国际违约，那么购买这些债券的公司，就得自己承担债券贬值的损失。而在美国政府的支持下，美国国际承担合同责任之后，这些债券的贬值损失就成了美国国际自己的了。

从理论上看，如果美国政府坐视不理，美国国际未到期衍生品合约的大量交易对手就会遭受重大资产损失，这之中主要的是来自欧系的银行和金融机构。在欧洲银行出现大量亏损之后，其中不少的银行可能就得以破产为终结。这样一来，就会产生一场全球联动的“多米诺骨牌”效应，最终带来又一场全球性的恐慌，形成新的危机冲击波。

对于这种分析，也有业内人士不以为然：美国政府现在的做法并非长久之计，也不是最好的办法。只有通过让美国国际自己有序破产，才能最终止住金融业的损失。

从我目前能够看到的材料和所做的分析来看，有序破产，应该是对美国纳税人更公平的办法。现在美国政府所作的不顾一切要多少给多少的救助办法，实际上是在将美国纳税人的钱，通过一种政府主导的“救助”程序，强制地转移给那些富人们，那些投资决策失误的投资者。这样的财富再分配，是很不公平的，但美国民众无力干预和改变。

2009年3月24日，伯南克在国会众议院金融服务委员会作证时说，美国国际集团破产可能导致大萧条那样的全球金融和经济崩溃，给美国的国民生产、民众收入和就业带来灾难性的影响。可以说，他所谈的理由都是一些空洞的“意义”。他没有说到救助之后的真正得益者会是谁。也没有说，当年那些依靠美国国际担保，才“敢”购买风险很大的信用违约掉



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期合约的大投行和商业银行，为什么没有必要对自己的误判承担成本损失。那些退休金的拥有者，管理他们基金的公司，在做出误判造成投资失误时，为什么美国政府可以用纳税人的钱，来给他们填窟窿。

救美国国际集团，对于普通的美国纳税人来说，是一件很不公平的事情。美国政府完全有更好的办法，来救助美国经济。我一直这么认为。在美国这个民主政治的国度，当选政治家也还是有着很大的独断权力，而这种权力又会时不时被滥用。而且，政治家和一个顽皮的小孩也没有什么差别，在他想做一件事时，他就会找出很多的借口。而且，政治家还有一个特长：就是将事情说得很严重，来吓唬民众，其后，这些被吓坏了的民众就会对他们的“智慧”“感恩戴德”。

第四节　败落的真正原因

到底是什么原因让美国国际集团倒下的？不少人在问这个问题。如果从结果看，答案似乎很简单：是那个美国国际金融产品分公司的过错。按照中信集团在面对 170 多亿港元的亏损时的逻辑，就“应该”是这样的：是分公司下属越权的结果，所以错误也就是那么几个人的，公司不应该为此承担责任。

如果从公司整个经营理念来看，人们说，那是美国国际的创新过度的结果。美国国际金融产品分公司之所以将美国国际集团搞垮，就是因为它卖出了大量的以房贷债券为基础的信用违约掉期（CDS），而这种“类保险”产品，又在危机出现时让公司自己赔不起。CDS 本身是一个新产品，对于新产品的卷入就是金融产品创新的结果。所以，败落的原因源自创新的不慎重，似乎也说得过去。

如果你仔细分析之后就可以发现，这些实际上都是表面的问题，实质还是公司管理方面的缺陷：在格林伯格离开之后的美国国际集团，实际上没有一个真正能够胜任的统帅。后来者指责说，那是格林伯格的过错，因为一切业务都是格林伯格任期之内建立的，即使那个扳倒公司的美国国际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融产品分公司和它的主管，也是由格林伯格一手建立和指定的。这种解释实际上是强词夺理：格林伯格建立了这一切，问题是，格林伯格没有让大家毫无底线地大卖 CDS 呀。如果对于自己所销售 CDS 的规模给以适度的控制，美国国际集团就不可能出现赔不起的问题，自然也就不存在有濒临破产的处境了。于是乎，金融危机也不可能像已经发生的那样危害巨大了。

先看美国国际集团的产品创新能力。那一部分，曾经让同行们羡慕不已。人们说，正是这种创新能力，在为总裁格林伯格赢得声望的同时，也推动了公司的快速成长。公司的一位高层人员曾经这样评价说：我们希望随时知道顾客和合作伙伴的需求，在经纪商和客户身上，我们花费了大量的时间，来了解他们关心的事情和现有保险市场的不足。也正是由于我们对客户和经纪商的如此关注，才让我们在很多领域确立了自己的统治地位。说实在，这也是美国国际一直以来的巨大优势。它也因此而造就了无数的辉煌，一次次改写历史。

在美国国际集团的四大业务中，普通保险和人寿保险是最大、也是存在时间最久的两块业务，理财服务、退休金管理服务和投资资产管理几大业务也在稳定增长中。2007 年时，公司所管理的投资资产达到 5,252 亿美元，相比 2002 年的 4,324 亿美元，增长了 21.5%。在这 5,252 亿美元中，13% 来自普通保险，62.1% 来自于人寿保险，24.2% 来自金融服务、退休服务和资产管理，此外，还有一点来自其他方面。

通过“在最广泛的领域满足所有人的任何要求”，也就是“一切为了客户”、“有求必应”的经营理念，美国国际成为美国最大的商业保险公司，世界上市值最大的金融集团之一。2004 年 4 月 8 日，道琼斯 30 种工业平均价格股票指数进行成分调整，美国国际入选，成为美国经济的代表性公司。

可惜的是，美国国际只在里面呆了四年，就出了问题。2008 年 9 月 22 日，在遭受次贷危机的沉重打击之后，美国国际集团在道琼斯成分股中的名字，被卡夫食品（Kraft Foods）公司所取代。其后不久，花旗银行和通用汽车公司也被剔除出成分股。在金融机构中，最幸运的应该是美利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坚银行，虽然也处境维艰，但还是能够被允许继续呆在道琼斯成分股里面。区区 30 家公司，就变动如此频繁，可见美国经济正面临着很大的挑战，大洗牌时代已经开始。

美国国际是世界上最大的金融保险公司，在风险管理和控制方面，有着独到的经验和技能。实力和能力这么强的公司，都能够在这次的金融危机中那么轻易倒下，那么，对于人才储备不足，经验有限，又没有经历过什么真正的金融风暴冲击的中国金融公司，对于它们手中数量庞大的中国民众资金的未来安全，想想就让人胆战心惊。

美国国际的失误，并不是它自己想从高风险赌博中获得高额的回报。它没有想到要去冒高风险！它主观上也没有准备去冒险！它以为自己在很安全地对冲和经营，它是被冷枪和流弹打死的，它没有上战场的第一线去和敌人拼杀。

事后有人分析说，美国国际对于短期的风险都做了足够的对冲，而对于比较模糊的远期风险，却对冲不足。而又正是这种远期风险的不期而至，打了美国国际集团一个措手不及，让它趴下。

下面再来看看，那个美国国际金融产品分公司是怎么样将美国国际集团搞垮的。

美国国际金融产品分公司的前执行总裁是卡萨纳（Joseph Cassano）。这位出生在纽约布鲁克林的卡萨纳，作为那个分公司的首脑，在最风光的时候，他的年收入曾经高达2.8亿美元。并且，就在他因为搞垮美国国际，而在各方的压力之下，在 2008 年 3 月被强行提前退休（当时 53 岁）时，他还获得公司支付的 3.15 亿美元，其中有 2.8 亿美元的现金。其后，他还在公司领取每月 100 万美元的咨询费，直到 2008 年 9 月底。[①]

为什么对于制造事端的卡萨纳，公司不仅没有重罚，还要给予他如此优惠的待遇？按照常人的理解，对于作为罪魁的卡萨纳，不开除就已经是很厚待的了。实际上，从美国国际集团当时的态度看，没有人认为那是卡

① Michael Daly，(March 17th 2009)：Pin AIG woes on Brooklyn boy: Joseph Cassano walked away with $315 million while company staggered，*New York Daily*。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

萨纳的过错。"错的"只能是运气不好，而且还是大家运气都不好，那自然就更不是卡萨纳自己和他的那个团队的过错了。再者，那么大规模的交易，不可能是卡萨纳在没有获得上级（最高级别）的明确授权之后的越权行为。在这方面，美国人看来是比中信集团[①]要诚实许多，他们没有采用类似的低级借口。至于具体的原因，在一次国会的听证会上，面对国会议员的质询，苏利文的回答是："这样做是为了继续保留卡萨诺20余年的从业经验，为公司所用。"在这里，苏利文也没有丝毫的指责卡萨纳指挥失误的意思。

1997年，位于英国伦敦的美国国际金融产品公司，开始参与了所谓的"小酒馆交易"。在其后几年时间里，这个小小的分公司，却给美国国际带来了很丰厚的利润收入。并且，最后也是它，将大名鼎鼎的美国国际送进了坟墓。2008年3月1日，美国国际公布了该公司历史上最大季度亏损的业绩报告。随后，负责金融产品部门和信贷交易业务的卡萨诺，由于给公司带来了高达110亿美元的亏损，在表面上引咎辞职，"离开"了美国国际集团。不过，他还是被"回聘"为美国国际工作，为此，他还一直领取每月百万美元的"咨询费"。

美国国际金融产品公司作为美国国际集团的分公司，创建于1987年。刚开始时，卡萨纳还只是初始团队中的一员，还不算是"主力"。而且，他的特长也不是风险控制或者对冲之类。他的优势是"会计"和让规模庞大复杂的各种交易能够准确无误地"走账"。在这之前，卡萨纳曾在德崇证券（Drexel Burnham Lambert）公司工作过，做垃圾债券之王麦克尔·米肯（Michael Milken）的助手。该分公司真正的创始者，是霍华德·邵辛（Howard Sosin）、兰迪·拉克森（Randy Rackson）和巴里·高曼（Barry Goldman），是这三位在1986年一次午餐上"头脑风暴"的结果。这三位各有特色，而且能力互补，正好构成了一个优秀的核心团队。

这三位中的领袖是霍华德·邵辛，这位美国哥伦比亚大学商学院的"教书匠"，是一位很有才华的金融学家。巴里·高曼是一位拥有经济学博

---

① 关于中信集团旗下那个上市公司的巨亏问题，及其处理方式的分析，参阅第八章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

士的金融天才，他最擅长的，是对于复杂金融衍生品的独到研究和深入的个人体验。他的工作，是将“领袖”邵辛的思想，变成可以操作的产品。而兰迪·拉克森，则是他们里面的数学天才和计算机专家，他负责保证这些思想的实施和最后变成金钱。卡萨纳开始时，算是这个团队的“外围”骨干，主要负责后勤，负责保证上述三人的计划和工作运行的流畅且准确无误。在当时，他是一个很优秀的后勤主管官，仅此而已。①

美国国际金融产品公司作为美国国际负责金融产品交易的全资子公司，在开始时，它就像一个对冲基金，专做金融衍生品市场交易，奉行的经营风格是“快进快出”。它也还算规矩了一段时间。它开始时主要做的是利息对冲和外汇对冲，风险还是得到了有效的控制。它这里的“快进快出”，意味着对冲时只需要关注短期风险。并且从结果来看，他们也一直在短期风险的对冲上做得很到位，但这又为未来的败落埋下了伏笔。

最初经营的主要还是利率相关的交易，交易简单的利率掉期产品(Interest Rate Swap，IRS)，这类产品让交易双方对利率走向进行对赌：一方为了锁定利率的对冲目的，需要有人给他一个固定的利息保证；而另一方则期望变动利息的走向，会朝着对自己有利的方向变化，从而赚一点利息差。于是乎，这两者就像苍蝇找到了臭茅坑，互补互利。前者是比较保守的投资者，希望获得的利率也不是很高，也懒得太用脑筋去监控利率的走向。而后者则喜欢费脑筋，并且，也期望从这种“费脑筋”中获得一点额外的“投机”收益。它这里的“投机”还不仅仅只是猜走向，而是采用对称的办法来锁定利息差，是一种策略上的“投机”，风险比直接投机要小很多。

美国国际最后是倒在对信用违约掉期的过度投资上。而信用违约掉期(CDS)，则是一个在1995年才由摩根大通发明②的金融衍生产品。信用违

---

① AIGFP后来的失误，可以说是用错将的结果。

② CDS是Blythe Masters主持设计出来的，业界说，她是一个制造金融风暴核弹的人。参阅：(1) Teather, David. “The woman who Built financial ‘Weapon of Mass Destruction.’” *The Guardian*. September 20, 2008. (2) Engdahl, William (2008—06—06). “Credit Default Swaps The Next Crisis” . (3) Tett, Gillian. “The Dream Machine:Invention of Credit Derivatives. *Financial Times*. March 24, 2006。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约掉期的出现，在短短几年时间内，成为衍生产品的里程碑事件，出乎发明者的意料。而它最后造成美国国际崩溃，并成为这次金融危机的罪魁祸首，则不仅仅是出乎所有人的意料，而是让世界震惊和哀叹了。

说来有趣，信用违约掉期的出现，还是亚洲金融危机的“过错”。1997—1998年发生在亚洲的金融风暴，让很多投资亚洲国家国债的投资者损失惨重。面对这种情形，有人就在琢磨，能不能设计一个产品，来保险类似的债券投资。当然，你可以通过购买外汇期货来对冲风险。这种做法对于很多非专业的投资者不是很现实。人们期望创新一个新的更加简明的保险产品。正是在这种背景下，信用违约掉期出现了。

信用违约掉期实际上就是一种保险类型的产品，它保证债券投资者的本金安全。信用违约掉期本身，对于那些保守的债券投资者，有着很大的价值。但是，就是这么一个以非常“简单”目的而设计出的一种安全保障产品，最后却成了华尔街一帮人对赌的工具。它让投机者能够对债权产品的信用度，进行下注，并通过押准了某项违约债权而获利。

有时候我想，如果能够通过法律途径，要求任何购买信用违约掉期的投资者必须要有对应债券的投资，也就是说，你购买信用违约掉期只能是出于保险的目的，那么结果会不会不是现在这个样子呢？不过，如果这样做的话，就会有人说这是在搞社会主义，政府干预太多。问题是，在政府尽可能少干预时，获得的结果却更为糟糕。市场经济中市场权利的充分发挥和政府的高效率干预，也依然有着很多有待解决的难题。

在信用违约掉期出现之后，摩根大通为了自身的利益，动员美国国际的这个部门，参与该产品的交易。为了获得更大的利润和更多的奖金，美国国际的这个部门接受了摩根大通金融衍生品专家的建议。开始大量购买和发行以次贷为抵押品的债务担保证券，同时大举介入信用违约掉期业务。而这一“转型”，又成为后来引爆美国国际集团金融危机的导火索。

可以说，是摩根大通的专家所“设定的”陷阱最后让大厦倒塌。很有趣，摩根大通自己倒没有在这方面遭受多大的创伤。不仅如此，从到2009年9月时的结果来看，在危机前主要的美国金融机构中，主要的赢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家，除了保守的富国银行外，似乎也就是摩根大通和高盛集团了。它们都通过金融危机占到了足够的便宜，在危机渡过之后，它们无疑将会变得更加强壮。

到 2007 年年中，信用违约掉期市值达 45 万亿美元，到 2008 年年中时，更是达到 60 多万亿美元。信用违约掉期市场的市值，已经超过信用违约掉期所代表的债券和贷款的总额，由此可见，该市场有着明显投机性和大量活跃的投机者。

信用违约掉期产品的推出，让美国国际金融产品公司在开始时的很长一段时间里，尝到了甜头。到 2005 年，美国国际金融产品公司账面上的信用违约掉期交易额，已达到 5,000 亿美元，成为其最主要的经营业务。同时，凭借母公司美国国际所拥有的最优良信用等级（AAA 级）的金字招牌，美国国际金融产品公司在担保市场上也如鱼得水。

很多时候，它可以通过信用，获得其他公司必须要有现金担保才能做到的事情。这就是好事变成的坏事。由于你的信誉好，人家信任你，于是你就可以“超额”投资和借贷，在赚钱时你能够多赚，而在亏钱时，你又会多亏很多。美国国际金融产品公司有很多担保是在没有现金抵押的情况下进行的。它用的是自己的信誉，人家也相信它。而且这样做成本也很低，表面上看甚至是没有成本的。

但是有一点，它的这个基于信用等级确定的信誉，如果因为某种原因被下调，跟着的麻烦和经济责任就会非常之大。公司当时没有人将这种可能性放在心上，因为那时的美国国际，在他们眼中是不可能出现这种需要唱空城计的局面的。

这些信用违约掉期交易，对“美国国际金融产品公司”来讲还极为赚钱，每年净收年保费，也无需做什么事情，因为那时候还没有多少违约发生。而没有违约发生，又是因为美国的房价 20 年来一直在向上走。

此后，这个分公司忙着和众多的华尔街投行及商业银行进行信用违约掉期交易，在多数情形，自己担当担保人的角色，专门接收交易对手的保费。这已承担了巨大的风险，但还没有感觉出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国国际金融产品公司在1999年的营业额是7.37亿美元，到2005年达到32.6亿美元。营业收入在美国国际集团所占的比率，则由4.2%升至17.5%。一个377人的部门，创造了一家十来万人公司17.5%的营收贡献。卡萨纳及其手下的薪酬，也因自己优异的业绩而大幅提高。2001年以后，该部门每年的工资加年终奖的开销，在4亿到6亿美元之间。也就是说，营业额的很大一部分被用来发放薪酬。差点的年份为33%，好的年份为46%。统计下来，过去七年中的薪酬总和为35.6亿美元。

换句话说，该部门是在用母公司的信誉做生意，赚的钱有三分之一到一半留给了自己的团队。而且，做的还是风险很大的“赌博”生意，是短期看很赚钱，长期而言风险很大的生意。但风险却自己不用承担，全部由母公司负责。这种不平衡状况，在当时为什么没有人好好思考一下其后果，也是一个很有趣的问题。①

在格林伯格当政时，他还很注意各个分公司的情况，特别是可能的风险。而在他因丑闻被赶下台之后，后来者则远没有他那么“细心和周到”地关注公司各个部门的情况变化，特别是这个正在走钢丝绳的宠儿了。没有能力，精力不够，还是没有足够的权威压住那帮牛人？还是这多种原因的综合作用结果？这些问题都是美国国际集团的领导人值得认真思考和研究的问题。

从数字看也是，在格林伯格2004年离开美国国际集团之后，第二年，美国国际金融产品公司卖出的信用违约掉期的规模就“嗖”地上升了。这可能也与2005年是CDO市场最热的时候有关系，但更可能是与没有格林伯格的“照看”有着更大的关系。

对于美国国际金融产品公司这家小小的分公司，不同的审查角度，可以让你获得非常不同的结果。如果你只是看它的业绩，和它过去几年的“伟大”成绩，那么，你完全可以放手让它自由发展。“用人不疑，疑人不

① 格林伯格在位时，他一直都是很在乎公司的信誉。对他而言，信誉就是美国国际的生命和根本。所以那时候，他对这家小公司看得很紧，特别是可能的风险。在风险控制方面，他应该是不输给巴菲特的。这就是为什么，我要说，离开了格林伯格的美国国际没有看好自己的风险才是问题的根源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用”，不也是很多人奉为经典的管理原则吗？

但是，如果你深入一点，看看它是靠什么在赚钱，而这些钱最后又主要是谁在得益，谁在承担风险，而且，最坏的可能风险又会有多大，那么，你就可以好好地念一念咒语，让孙悟空头上的紧箍咒再勒紧一点。这在管理学上也有说法，叫做用人并且信任人，但同时也得搞好监控工作。因为人都有贪欲、都很贪婪，特别是在自由度太大时。成人和小孩，在很多方面有着非常相似的特性，不同的是，成人比较善于伪装，比较能够掩盖自己的真实目的和动机，而小孩则更直率一些。

从 2007 年年初开始，就已经有明显的迹象表明，风险已经开始增加。但公司内部还是信心十足，没有引起足够的重视。在全球流动性泡沫破灭之际，次贷市场泡沫破灭，其所掀起的金融风暴，让美国国际卖出的信用违约掉期产品，开始出现巨额亏损。从这里看，问题出在两步的连贯失误上：在开始时由于约束太小，恶性扩充太厉害，输了这第一步；在问题已经开始明显，又由于外行领导，盲目乐观，导致反应的不敏感，贻误了撤退的最好时机。如果在 2007 年年初就开始动手对消尽可能多的信用违约掉期合约，最后公司实现的亏损自然就会小很多。

至少在表面上，卡萨纳对自己无限制地为他人投资的债券搞担保毫不担心。而且从事后的结果和影响来看，他的这种自信也还真的被美国国际内部所接受和欣赏。不然的话，在捅出来那么大个窟窿之后，不可能还继续得到公司的厚待。同时，也说明后格林伯格时代，美国国际集团存在很深层次的问题。

在 2007 年 8 月的一次电话会议中，卡萨纳说信用违约掉期决不会违约：我已经重复说过，这些信用违约掉期都是精挑细选的，不可能违约。

那时候，人们一再询问可能的违约问题，说明市场已经开始意识到可能的风险了，连市场都看到了风险，作为主帅的卡萨纳却依然是信心满满，这样的团队不垮也很难。更为有意思的是，那些保险行业的老手，居然还相信这种个人判断的“担保”。保险玩的是数字，不是个人的主观判断。而且，保险强调风险控制。可在这时，由于卡萨纳太得宠，没有人会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怀疑他的判断。

往往在这种情形下，也意味着是不得不多加小心的时刻，但没有人在意。很快，在 2007 年的第三季度，美国国际金融产品公司开始对账上资产减计，减计额高达 3.52 亿美元。随着信贷危机加深，美国国际金融产品公司担保的信用违约掉期资产不断大幅贬值。在这种情况下，为了履行担保责任，美国国际金融产品公司是需要向交易对手交付抵押的。在危机出现时，光靠信誉是不够的，对方需要的是你的真金白银。他们已经开始不太信任你了。也就是说，由于公司使用的金融杠杆的倍数太大，现在需要注入资金来保证了。而自己又没有多少资金，于是就只好让母公司美国国际来承担了。

到 2008 年第二季度底，美国国际的资产减计高达 250 亿美元。这时候，公司主业的保险方面的客户也受到影响，不少客户开始离开美国国际。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第八章
不可胜在己，可胜在敌
——后危机时代的制胜战略

华尔街充满黑暗，狡诈、贪婪而又充满智慧，似乎是华尔街人的根本个性。从危机的演变过程，我们看到了一个智慧和愚蠢相伴的华尔街。这些貌似战无不胜的家伙，实际上也有它内在的软弱和软肋。制胜它们，最终还是取决于我们自己的智慧。而这种智慧的获得和累积，又在很大程度上得益于我们对历史事件的深刻领会。

读史使人明智。危机中中国投资者到底做错了什么？为什么会错？在未来的日子，我们能够避免这些错误再次出现吗？怎样才能做到？危机之后的金融博弈，甚至是世界政治与经济博弈，会发生哪些变化，中国应该为此做哪些调整，才能使自己成为下一场博弈中的胜者？危机给予大家转瞬即逝的机会你抓住了吗？对于这些问题，有的在前面已经给出了答案，剩下的就是本章想要回答的。

孙子在他的兵法书中一再强调博弈中战略战术的灵活性和多变性。“不可胜者，守也。可胜者，攻也。守则不足，攻则有余。善守者藏于九地之下。善攻者动于九天之上。故能自保而全胜也。”“昔之善战者，先为不可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胜，以待敌之可胜。不可胜在己，可胜在敌。故善战者能为不可胜，不能使敌之可胜。故曰：胜可知，而不可为。”这些哲理，对于当今金融市场的博弈同样价值非凡。

第一节　荆棘之路

一场大的金融危机，制造了大量的失败者，同时，也冒出了通过危机获得利益的高手。在危机中的得益者，除了前面提到的靠对冲手段购买 CDS 最后大赚特赚的保尔森，也还有在危机中及时抓住机会而让自己变得强壮的美国金融企业。虽然成功者为数不多，但它们给予我们的启迪却意义非凡。

从表现看，中国自己的金融机构因参与度不深而没有遭受来自危机的太多冲击，值得庆幸。但如果从稍高一点的标准来衡量，中国的金融机构在开局没有受到多少损伤的前提下，是不是借助危机这个千载难逢的机会，获得了必要的利益呢？如果和美国的高盛、富国银行、摩根大通这三家成功渡过金融危机的公司相比，中国金融机构的成绩单应该获得多少分呢？机会就在眼前时你还不能利用，那么，在没有明显机会时，你又能够获得怎样的利益呢？这里面很多问题的答案，可能需要时间才能获得，毕竟危机才刚刚“过去”，经济的复苏也才刚刚开始。

不过，在这个时刻，我们来回顾一下中国金融机构在危机前后的表现，客观评价一下其中的得失，可能是有价值的。人们常说，人不怕犯错误，只要是人也不可能不犯错误，问题是，如果你老是犯一些常识性的错误，而且还是一再重复一些低端的错误，那问题可就严重了。特别是其中所表现出的深层次的问题，就更值得大家认真对待了。

中国国家基金和国有金融机构在海外的投资业绩，一度受到来自各方的批评和指责。如果仔细分析一下我们会发现，有些有道理，有些也太苛刻了一点。毕竟，中国特色的市场经济和西方国家的市场经济还是有很多不同。在中国，政府对于市场的干预能力和力度，要远远高于西方政府所



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能做到的。美国的政府和政治家实际上也想像中国的政府和政治家那样拥有类似的干预权，但是，美国的制度系统决定了他们不可能获得类似的权力。我在这里所强调的是人性的一致性和制度的不同性。

再者，不管美国那样的政府对市场如何干预，最终它还是会退到一边，主要让市场经济的内在规律来引导资源的配置，这种干预和中国政府的情形似乎是有着很大的不同。可以这么说，美国政府的干预具有“暂时性”，而中国政府的干预则具有“永久性”。在美国经济系统中，“老板”是市场，政府充其量在“老板”出现困境时“占点便宜”，伺机显示一些自己更多的“权力”，但这里的权力很多毕竟不是自己的。而在中国，经济系统的主人还是政府，不管是从资源拥有的比例来看，还是从拥有的政治与行政权力来看都是如此。是政府在决定“应该”给予市场多少腾挪的空间，市场充其量只是一个孙悟空，再有本事也跳不出如来佛的掌心。

中国政府所拥有的如此强大的权力，是历史的原因造成的。最终更有效率系统的打造，需要由政府自己在面对市场的运作中，来悟出自己应该出让的权力到底是什么和什么时候是最好的出让时刻。这种被动性，很可能在未来也是一个潜在的问题。我觉得，在目前这样的国际政治、经济和科技环境条件下，以国家的富强和民众的富裕为主题的权力再权衡和再分配，将是一个必然的过程。最终，政府会对市场慢慢给予更多的分权和放权，而且，很多权力一旦从政府转移到市场手里，可能还是一个不可逆转的过程。即使在金融危机这样的特殊时刻，政府需要那种权力时，可能还得像美国这样以暂时的“借用”为之。这也是一个逐步学习和演进的过程，不能够也不可以一蹴而就。

正是由于这种不同性，使国内的金融机构在投资海外时出现很多不适应性，为这种不适应性付出学费就是很正常的事情，只是很可惜罢了。在这种“学习”过程中所付出的巨大代价，因此而给国家和人民带来的财产损失，估计已经让很多的国家领导人担心和操心费神。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例之一：中信巨亏

2008年10月20日，雷曼公司宣布破产的第二个月，中国国有的中信集团旗下的中信泰富宣布，自己可能有一笔高达140余亿港元的外汇衍生品交易亏损。中信泰富在那天发布的公告称，由于一笔外汇杠杆交易损失，主要控股股东中信集团已为该公司协调安排了15亿美元的备用信贷，以加强集团的流动性。对此，中信集团党委副书记、副董事长、总经理常振明在那天晚上接受采访时表示，中信集团内部从来没有做过这种杠杆交易。言下之意，这只是自己这家分公司的所作所为，作为集团的母公司，还没有做这种类型的金融衍生品交易。

在那天下午5点，按照中信泰富向港交所提出的盈利预警公告，是因为中信泰富的财务董事由于没有遵守公司内部事先规定好的对冲风险的既定政策，在没有获得董事局主席批准的情况下，越权在市场上与数家机构签订了巨额的外汇合同，结果导致中信泰富在这些外汇合同上产生了巨大的投资损失。

半小时之后，在公司高层紧急召开的面对香港媒体的新闻发布会上，身为董事局主席的荣智健在向记者通报时，强调了类似的理由：公司的财务董事越权与香港数家著名的银行签订了金额巨大的澳元杠杆式远期合约，该合约与欧元兑美元、澳元兑美元的汇率挂钩。由于近期澳元的波动一直朝着不利于自己的方向进行，到此为止，中信泰富可以确认的损失已经高达8亿港元。而且，按照目前的汇率市价来计算，这次合约所带来的最后损失可能会高达147亿港元。如果澳元汇率继续朝着不利于自己的方向波动，最后的总体亏损可能还要高。合约为期两年，从短期看，中信泰富还没有义务对于整体亏损做资金拨备。

事实上，到其后的11月底，中信泰富在此次金融衍生品的投资亏损已经增加到186亿港元。巨额的金融衍生品投资亏损，已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经对公司在其他领域的投资带来很多不便，影响到公司正常业务的运作。严格来说，在这种巨亏面前，中信泰富已经到了破产的边缘，如果中信集团不出手救助的话。

中信集团的旗下公司高达30多亿美元的投机亏损，按照公司自己的解释，是越权操作的结果。如果联想到在2004年中航油新加坡公司投资石油期货交易所造成的5亿多美元的损失，以及那次也是基于“类似”越权交易的“原因”，让人觉得匪夷所思。在经历了2004年的5亿美元的巨亏事件之后，还有因为类似的原因造成30余亿美元亏损的情形再次发生。如果这是真的话，那么，所暴露出来的国家对国有金融机构管理方面的巨大漏洞可是得让人胆战心惊了。说不定，很快大家就可以看到300亿美元的巨亏是由于“类似”的原因再次出现的。这背后的核心问题不解决，漏洞将会以各种各样的理由和面目一次次出现。作为公司的把关人和风险控制部门，难道不是在进行实时控制和审批吗?

再者，从这次事件，也可以看出相关人员对金融风险认识上的不到位。在对冲市场上，你基于自己的判断来对赌，很可能一次性的失误就将你多年的积累全部摧毁掉。美国国际集团的例子值得大家好好思考一下。对冲风险就得期望锁定风险的最坏结果，如果这个可能的最坏结果成本太高，那么，选择投机就是一个不理智的行为。可能当事人会有那种冲动，虽然成功的机会比较大，但是，对冲是不应该忽视小概率事件出现的可能性的，况且，外汇市场汇率的变化朝着不利于自己的方向进行，这本身就不是一个小概率事件。

事件发生后的2008年11月12日深夜，中信泰富的公告披露了公司大股东中信集团对它的救助方案：中信集团继10月20日宣布提供15亿美元的备用信用额度后，计划将这15亿美元以可转债方式向中信泰富注资，并为中信泰富名义全额最高为57亿澳元的外汇衍生品合同“兜底”，以拯救这家因外汇投机造成巨额亏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损的老牌中资背景企业。按照该新闻公告的说法：目前这是平衡了债权人、交易对手、股东等各方面利益达成的最优方案。重组完成后，中信集团将成为持股中信泰富约57%的绝对控股股东，中信泰富主席荣智健原先持有的约19%的股份将被稀释到11.48%左右。

根据中信泰富10月20日的公告，在该事件发生之后的第一时间，中信泰富主席荣智健随即向大股东中信集团求救。中信集团调集集团总部和中信集团在香港的人员组成几个工作组，分别从中信泰富的核心业务、衍生品、银行贷款、审计、法律等领域协助中信泰富“善后”。

“当中信集团得知中信泰富巨亏消息后，我们第一时间向中信泰富承诺了15亿美元的备用信贷，以稳定市场信心。”中信集团一位高层人员当时这样“自豪”地说。“当时，中信集团的解决方案可有多种。一是仅提供贷款，但是这并不能真正堵住衍生品交易的巨大窟窿，且无法对贷款进行定价，如定价过高会增加中信泰富新的债务负担，加速其财务危机；二是单纯注资；三是注资加上清理资产负债表，将衍生品交易的敞口从上市公司移出。几经斟酌，我们选择了第三种方式。而我们之所以采取第三种方式，是因为看到中信泰富旗下有很多优良资产，且核心业务运行正常。”

在这里，说来说去，中信集团从开始就是以怎样救活这家分公司为着眼点。我不是太明白，中信集团到底是国家的公司还是一家私人公司？它到底是应该先对自己的真正主人——纳税人－　负责，还是对自己旗下一家分公司的安危负责？上市公司严格说来就是私营公司了，即使国家是大股东，那毕竟也只是拥有部分利益。

从后来的结果看，中信集团实际上是在送钱给中信泰富这家分公司，来达到救助它的目的，因为如果不如此的话，这家中信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为国家的金融机构，作为纳税人拥有的公司，是不可以基于自己的人际关系来做出救助中信泰富的决策的。救助与否应该完全以经济利益的考量为主。在必要情形，可以通过直接兼并中信泰富旗下的资产另行处理，而不应该送钱去保一家上市公司——也就是一家私人公司。

第三，从表面上看，似乎在救助之后现有股东也因为股份的稀释而遭受了损失，但是，与实际发生的损失相比，那种稀释远远不够。很可能，由于这种巨亏的出现，中信泰富应该以破产为结局，那时候，现有股东的价值也就是零。

第四，有人说，中信泰富的巨亏是国际银行利用他们的定价优势恶意欺诈的结果。这种话是无稽之谈：金融对抗就是相互之间的博弈，输就是输，如果你没有能力给自己带来盈利的话，唯一的选择就是离场不玩。在金融市场上，大家都是基于一定的规则在相互倾轧，相互算计，这没有什么新鲜的。只要是不违法，就不存在恶意欺诈的问题。如果是恶意欺诈，而你又不能够通过司法途径获得足够的赔偿，那么你就是冤大头和傻瓜。人们可能还是基于国内长久以来国有企业之间相互交易的思路：大家都是一个大家庭的成员，都是国家的企业，相互照顾和照应应该是很自然的事情。如果基于这种幼稚的期待在世界金融市场上参与博弈，今后还有的是亏吃。

第五，按照美国康奈尔大学金融教授黄明的分析，中信泰富在合同签订的那一刻就已经成为输家，这则说明中信泰富自己业务上面的不专精。如此不专精的人员又能够被赋予重任，也是值得大家好好思考和调查的问题。在其他的国有公司是不是也存在着类似的问题？内部的管理机制是不是应该好好自我检讨一下？国有金融机构到底是在唯才是用，还是唯公司高层个人有用之“才”是用？前者强调的是“才”对于公司目标实现的价值，后者则强调的是“才”对于公司高层个人或者几个人的价值的满

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足，这两者的差别很大。

案例之二：黑石之痛

2007年夏天，中投公司投资美国黑石集团出师不利的事实，很长一段时期内成为国人心中的痛。2007年6月，黑石集团在纽约证交所挂牌上市。在这前夕，中投公司以每股29 61美元的价格购买了黑石的1.01亿股普通股，总投资为30亿美元。

2007年6月22日的开盘价是36.54，曾经一度上升到38美元，在34.25美元收盘。高开低收就有点走熊的味道了。其后是一路下行，在2009年2月27日，最低时跌到3.55美元。到2009年10月14日时，股价一度上升到17.22，到2010年1月初时又跌到不足14美元。

这是中投公司在海外的第一笔大手笔投资，所以也格外引人注目。鉴于黑石的股价在上市之后一路下跌，中投公司的领导者也遭到来自各个方面的指责。据说，在黑石股价跌到10美元附近时，中投公司还追加了2.5%的持股，将自己的持股总量增加到12 5%。这样一来，购买的平均成本大概在每股26美元左右。这和2010年1月初时的不到14美元的价格相比，机会损失了一半。从2010年1月时的基本面看，黑石似乎也是一个值得投资一点钱的对象。只不过，这时候的价格只有14美元，而且黑石集团所面临的风险也比较容易理解了。投资者在这时候所面临的投资环境和2007年夏天时有很大的不同。

买入的股价太高，时机不对，虽然是人们指责的一个重要方面，如此巨大资金投入的“几无”特点，恐怕也是“前无古人，后无来者”的。这又给批评者增加了更多的说辞。而且，仓促巨资买入的过程，也让很多人想不通。

对于公众的指责，中投公司董事长楼继伟称之为一项“很好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资”。在面临巨亏三分之二的时刻，楼继伟说：市场上的评价都是短期评价，不是中投公司这样的机构的评价方式。如果从长期看，投资黑石应该是一个很好的投资。

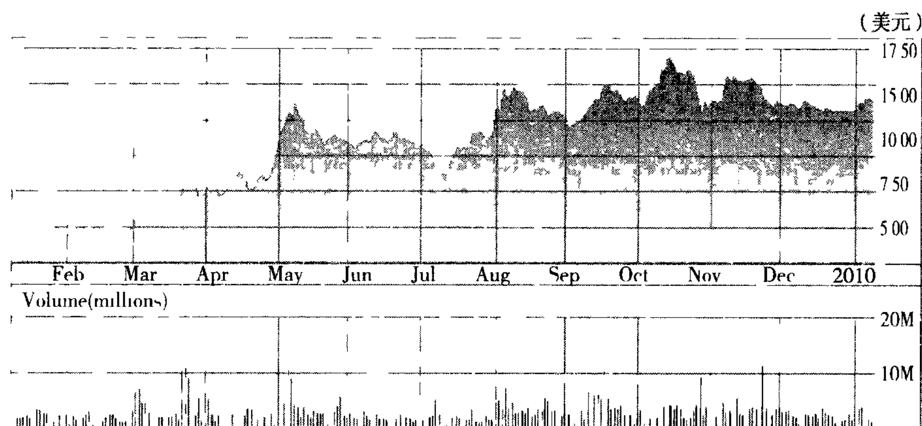


图 8—1：美国黑石集团（BX）股票价格变化图

（图片来源 纽约证交所）

这句话被不少人批评 金融投资的实质对于任何人都是一样的，你付出的是价格，获得的是价值。在短期业绩很差时，用长期投资作为借口来掩盖自己的时机判断上的失误，就是强词夺理和自欺欺人。是的，任何投资都有风险，关键是看你选取的投资时间、风险的大小及可承受度。

我觉得，问题不在这里面，而在于当时做出决策的过程和程序 有没有做足充分的分析和研究，有没有被人忽悠。如果当时仓促巨额投资是由于游说人的特殊性，那么，性质就完全不同了。也就是说，决策的程序和过程是不是有问题，是不是由于受外界的太多影响，让自己没法静心地做自己认为理性的投资决策。如果再来一次，在当时的环境下，在没有人为的游说干扰的情况下，你还是会那么做吗？

这30亿美元的投资确实是比较特殊，不仅是当时的国际金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

环境特别，而且还在于当时游说中投公司巨资注入的是大名鼎鼎的梁锦松，而这位梁锦松又是一位地位和身份很特殊的人物。梁锦松在由于纪律问题被迫从香港财政司司长一职辞职之后，被黑石集团看中收编到自己旗下，成为该公司用来游说大陆金融机构的一颗特殊的棋子。借助于自己的名气、关系和能力，梁锦松不负黑石集团的“众望”，在几天时间内就说服中投公司拿出30亿美元的巨款，投资一家在不动产方面投资很重的私募基金公司。而在2007年夏天那个节骨眼上，美国的房市泡沫过大已经成为很多人忧虑的事情，次贷危机的信号实际上也已经很明显的了。由于房市泡沫的破灭所导致的金融危机必然会对任何重仓不动产的公司带来巨大的打击，稍微精明一点的金融人士在那时候是都应该看到这一点的。黑石很精明地在那个时候上市，就是算好了时机，也帮助自己度过了难关。

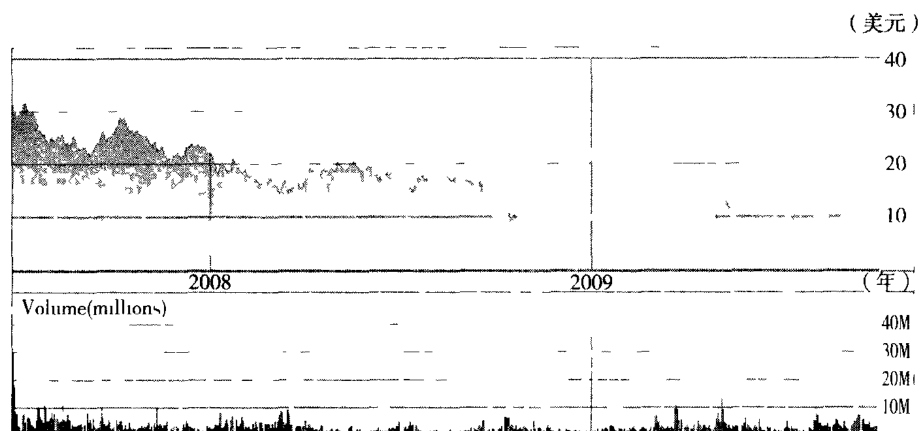


图 8—2 · 黑石集团股价 30 美元上市之后一度跌到 3 55 美元

（图片来源 纽约证交所）

更为让人难以理解的是，中投公司对黑石集团的投资不仅是在价位虚高时仓促进场，而且，对方给予的条件还极其苛刻 基本收益无保障，流通权利被剥夺、连最基本的选举权都放弃了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种投资选择和巴菲特在危急时刻所获得的结果相比，可以说是有天壤之别：巴菲特对通用电气公司和高盛集团的投资，都是投资的绩优股，不仅每年有10%的特别红利保证，并且，其后还有不错的转为普通股的行权价。再者，在巴菲特进入时，这些公司的股价已经大幅度下调了不少，这样一来就给巴菲特更多的安全边际。事实上，如果中投公司在市面上按照每股20美元的股价购买，不仅会有话语权、流通性，而且，在其后再在低位买入的话，现在可能就已经有盈利可言了。不过，中国金融机构投资海外还有不少由于政治因素设定的障碍，很多普通股民能够做的事情，中国的国家基金却不可以做。这种难处也不得不考虑。

细心的人还将美国金融机构投资中国的金融机构的结果和中国金融机构投资海外的结果进行了对比。越是对比就越让人心寒。中国的国家金融机构在海外的投资处处失利，而外国金融机构在中国国内的每一次投资都是赚得盆满钵盈：美国银行对中国建设银行的投资，由于对方所购买的是成本极低的原始股，即使在建行的股价下跌70%以后，对方也还是获得了40余亿美元的盈利。这和中国的金融机构以市场价购买外国公司股票并且还被锁定好几年，确实是有着太大的差别。

我担心，在今后几十年时间里，稍不小心，中国的国家金融机构在金融投资方面，将自己的低价资产卖给外国投资者，同时，又将外国投资者手里的资产高价买入，这样一来二去所造成的国有资产损失，可能比再输一次“八国联军入侵”的代价还要大得多。

需要强调的是，我不觉得梁锦松在这里做错了什么。各为其主，就是博弈的基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节　危机之后的美国

如果认为美国将因为这次金融危机而一蹶不振，并基此来制定自己今后几十年的战略决策，那么就显得太天真了一点。我在这里无意为美国“强大”的未来唱赞歌，我只是想实实在在地分析一下实情。金融对垒得真正的知己知彼，而不是基于自己的期待和幻想来做决策。

这次金融危机对美国这个国家的打击并没有从表面看到的那么大，很可能美国还是这次金融危机的真正赢家。虽然有不少金融巨头在危机中败落，但是，从危机中得益的也还是美国的金融机构。也就是说，危机的结果就是战利品的重新分配而已，而且那种分配也还是在美国自己的金融机构之间进行的。中国的金融机构虽然在危机中遭受的损失有限，但也没有借机从美国的金融机构那里获得多少大的收益。

危机的发生，必然会对美国的金融机构的运作产生很大的影响，最明显的是：制造金融危机的最核心要素：高倍数的金融杠杆作用、CDO 和 CDS 的无管制局面将被彻底改变。金融机构，特别是美国的银行，在今后将面临很多监管方面的限制，不能够再像前几年那样“胡作非为”了。CDS 市场的投机者也很难像以前那样享受投机带来的大起大落的快感了。保尔森 2007 年通过对冲风险来卖空 CDS 获得 37 亿美元的机会，也不可能再存在了。充分认识变化之后的世界金融市场的特点，并且在此基础之上来寻找新的牟利机会，就是我们下一步应该做的事情。

一般来说，在政府的监管出现大的调整之后，往往就会伴随着很多难得的，不一样的机会。因为，监管的大调整不可能兼顾到每一个方面，总会有兼顾不到的地方，总会有因为管紧一部分而给另一部分带来新机会的时刻。如果等到大家都发现时，或者等到分析师告诉大家那就是机会时，实际上机会已经不存在了。

美国为什么一直能够称霸世界？那些一直让美国得以称霸世界的基础，在目前这样的一次金融危机之后，到底会有多大的改变？从这个角度



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来看，我觉得，美国的实力可以说还是依然存在。基于这种实力，美国在今后五十年内，很可能也还是这个世界的霸主。对于一个正在崛起的，期望自己也能成为世界“大腕”俱乐部一员的中国，看来是必须先正视这个现实，然后再在此基础上来制定自己的博弈对策。

不过，有一点现在看来是明显的，而且在今后的岁月里可能还会更加明显：世界的多极化。1989年11月9日，当柏林墙倒塌、东西德合并之时，世界看到的是冷战的结束和苏联式经济发展模式的失败。从那时候开始，以美苏两个超级大国为代表的东西两大阵营构成的两极世界，已经被美国一家独大的单极世界所取代。长期博弈的结果是，苏联在政治和经济等多方面彻底地输给了美国。

其后，与时俱进的中国人，看到了苏联模式的弊端，犹犹豫豫同时又很坚定地迈开了自己“摸着石头过河”的中国特色的经济与政治体制改革之路。中国这次的发展，顺应了世界性的历史发展潮流。随着中国经济和政治改革的顺利推进，随着印度和巴西等新兴国家的成功崛起，单极世界短暂过渡之后，世界迎来的是以美国、欧洲、日本、中国、印度、俄罗斯和巴西等大国组成的多极世界。 虽然在目前看来，美国还是这个多极世界里面的大哥大，但是，它说话的分量和底气，在金融危机和自己卷入的几场战争之后，已经显得明显地弱了很多。但是，我们必须注意到，这种弱化和外强中干的彻底退化，是完全不同的两个概念。美国的核心竞争力还存在，几乎没有遭受太大的打击。而又正是这些核心的竞争力，将会在几年之后让美国经济、政治和军事再显现出活力。问题是，对于这种现实，中国自己准备好了吗？

那么，到底哪些东西是美国的核心竞争力呢？在我看来，至少有这两点：

第一，美国是一个以市场为主导的国家，市场经济配置资源的效率性，在美国那样的经济和政治体制中得到了很有效率的体现。在美国，政治是服从于经济的，政府对市场的干预力度毕竟有限。最终，政府必然还是会退回到服务市场的老二的位置。再者，美国的政治制度决定了，在经



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济一旦稳定之后，共和党必将再次将政治权力从民主党手里夺回来。于是乎，代表市场经济利益的共和党，还是会再次成为美国政治市场的主角，来维护市场经济的力量。代表国家干预市场经济力量的民主党，在很多时候也只能够担当一个“过渡”政党的角色。这种体制和中国目前的政治决定和最终制约市场经济的“中国特色的市场经济”有很大的不同。中国式“市场经济”的优缺点，只有在几十年的实践中由中国人自己去悟出来，并且基于自己的这种悟性来改革和改进自己的经济与政治系统。外界的评论，无论好坏，实际上都不会起太大的作用。我觉得，如果真正以国家的富强为最重要的目标来设计和反省自己的经济、司法与政治制度，那么，聪明的中国人就有可能在比较短的时间里取得更大的成绩。结果就是自我约束和机会的自我放弃。

第二，正是由于市场力量的主导，才让美国的市场玩家可以“肆无忌惮”地为了自身利益的追求而想着法子搞创新。在中国，市场玩家所获得的这种机会远没有美国来得大，于是乎，人们创新的积极性也比美国人小很多。中国国内对于人们基于创新所获得的“垄断权力”的保证还远远不够。其结果是，让很多人急功近利，将宝贵的时间和智慧浪费在仿造、复制和抄袭之上。于是就是一次次的恶性循环，结果又是一代代的低水平重复。深入比较美国人之所以创新力那么强的原因，是一件值得做的事情。人的自利性是本能的，长期以来，国内的制度和管理的基点是基于对这种自利性的改造和引导，这实际上是一个错误的着眼点，结果不好也就是很自然的了。最近几十年在这方面已经有不少的改进，成绩也跟着好了起来。不过，也还是有很多事情还没有做好和做完。自利性有其两面性，一个有效率的机制应该是让自利性的创造性得到最大限度的发挥，同时，让它伴随的破坏性尽可能被限制在一个可控制的范围内。

在危机中美国政府对私营企业的救助中出现的一个问题，很值得中国政府注意和借鉴：美国的金融机构对“被救”不领情。金融危机中，大量的美国金融机构都面临流动性不足的问题，出于稳定金融系统的考虑，美国政府拿出巨资来救助美国的金融机构。按理说，这是一件好事，然而，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不少的美国金融机构却在想着法子避开美国政府的这种“恩惠”。这种状况在中国可能是见不到的，从中我们能够看到美国政府的精明和对激励机制的有效率使用。美国的金融机构之所以对政府的“关心”怀着一种排斥的态度，原因就在于政府救助所附加的条件对于金融机构的管理层不利。同时，政府的“救助金”还有10%的年利息要求，这本身也是一个不小的负担。特别是在流动性过剩的时刻，筹资成本比较低，很多金融机构就选择其他更有效率的办法。而且，到了2009年10月中旬时，美国政府计划中的救助资金也还只是使用了20%，还有80%没有发挥作用，而这时候美国经济已经开始明显见底反弹了。

这说明两个问题：美国金融系统所遭受的来自金融危机的冲击可能远没有人们“以为”的那么大；同时，美国的救助机制可能更有效率，由于附带的条件兼顾了纳税人的利益，被救助的金融机构没有太大的积极性随便使用救助款。还有，美国政府给金融机构提供救助的同时，也规定了金融机构必须履行的社会目标：加大贷款投放，借以刺激美国国内的消费和投资。而这样做的结果，即在风险把控很严格的情况下，金融机构做到了避开更多坏账的出现，但是，在低利率时代，银行所放出贷款从长期看是要遭受损失的。原因很简单，经济一旦回升利率必然会随着上升，那时候再放出的长期贷款的价值就会大很多。

对于金融机构来说，权衡利弊的结果，还是在短期利益上忍着点，保住自己的长期利益。在这里，政府给予了一部分，同时也要求了一部分，两者基本上是匹配的。政府不可能也不应该为了对付危机而承担所有的责任和风险，那样做的结果将是，解决完一件事，又出现了下一件，没完没了。美国政府救助的结果可能还是为纳税人赚了钱，而不是毫无意义地补贴金融机构。像中信集团那样的做法在美国应该是很难见到的。

美国救助金融危机中出现困境的大到不能倒的金融机构，显示出了美国政府所面临的尴尬局面。问题是，救助的结果不仅没有大规模削弱金融机构的规模，而是再造了另外的规模更大的金融机构。这样做的结果，很可能为未来的金融市场的发展埋下了新的隐患。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按照 2009 年 9 月 21 日《华尔街日报》的一篇文章的说法是，“美国百姓承担楼市风险，银行赚大钱”。文章说，在危机之后，美国三大银行所发放的住房抵押贷款，已经占到此类贷款总量的一半以上。也就是说，美国的房贷市场在危机之后更为集中到几个金融巨头的手里。这是个惊人的变化，这种变化对于美国未来楼市是不是一件好事？从长远来看，这种状况对于作为巨头的富国银行、美利坚银行和摩根大通的利润，又将会有什么样的影响？在危机阶段，为了鼓励金融机构发放贷款，美国财政部为大约 85% 的新增抵押贷款提供担保，同时，美联储还购买了 80% 的由这些抵押贷款打包而成的证券。也就是说，这时候的美国金融机构实际上是在当经纪人，赚取经纪费。上面已经说过，由于低利率，金融机构没有积极性发放贷款。同时，由于流动性有限，金融机构都以小心谨慎为上策。政府通过担保和购买房贷债券，从长期看，实际上是政府在用纳税人的钱补贴那些买房子的人，也是一种不公平的再分配，同时，也让纳税人承担了大多数抵押贷款的违约风险。而对于几家大的银行，它们则获得肯定性的没有任何风险的发放抵押贷款和相关服务所产生的服务费，这则是将纳税人的钱向金融机构的转移。

第三节 危机之后的中国

到 2009 年 10 月时，种种迹象就已经表明，金融危机对经济的冲击已经开始消退。澳大利亚甚至开始调高利率，来对付可能的通货膨胀了。危机来自于长期的国际性的资金流动性过剩，危机发生之后，各国政府又通过大量注入流动性来治理危机。这种努力之后，在金融杠杆的使用倍数被暂时压抑，大家都很保守的情况下，这种过度的流动性暂时可能还不会制造出太大的麻烦。但是，一旦华尔街从自己的创伤中缓过气来，一旦金融界的一个个巨头们得以再次站立起来，借助于流动性过剩带来的融资低成本，通过各种对冲手段获得高额利润就会再次成为他们追逐的目标。在那个时候，危机给予大家的短暂休息机会可能就会成为历史。在这个时刻到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来之前，中国的金融机构还有机会布局自己的资金，但是，如何布局却是一个很需要本领的事情。这种事，你是不可能通过找几个经济学家就能够获得结果的，要是那么容易，世界上每个人都将是亿万富翁。

中国现在最关心的问题之一可能是：美国经济的复苏和对中国外向型经济模式的影响，中国能不能借机转变自己的经济发展模式。在各国为了自己国家的复苏而努力时，必然会出现大量的贸易保护主义问题，在这种保护主义环境下，中国应该如何应对。

世界经济的博弈肯定是各为其主，博弈的核心还是实力和利益的对垒，就方法和手段本身而言，中国机构的逐步成熟和从错误中学习与进步，不应该是值得大家怀疑的事情。问题是，其后的核心制约机制会让博弈各方处于不同的平台。举个简单的例子，少林寺的和尚个个功夫高超，如果采用完全一样的规则，对付入侵者他们制胜毫无疑问。但是，如果规定和尚不可杀生，而对手却没有任何限制，长期对垒下来，和尚必然成为最后的输家。

中国经济的发展，最终还是得靠自己的内需和以科技水平的发达为基础的高端产品的出口。而在内需扩大方面，房屋市场的繁荣就是一个不可避开的主题。虽然金融危机来自于以美国为主的房市泡沫的破灭。

对于国内的房市，有很多问题需要分析，那也不是这本书该做的事情。不过，我注意到，对于二手房交易的种种限制，实际上是在为房地产商制造垄断的机会。尽量减少旧房市场的交易手续和成本，就是在增加房屋供给，就会对抑制房价的过快上涨起到好的作用。住房市场的繁荣，将是中国今后几十年中拉动内需的一个重要板块。目前政府处于两难：抑制这一块就抑制了内需，放手让这一块发展又会导致房价的飞涨，带来通货膨胀和民心不稳。关键的问题还是机制。

大宗商品价格对中国经济发展的制约不容忽视。世界经济形势好时，中国的制造业就“发达”，就成长快速，国际狙击手就可以趁机通过金融手段来投机大宗商品市场。我没有计算，国际狙击手通过投机大宗商品获得的利益有多少，很可能，人家的几个“简单”的金融对冲，获得的利益



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比中国千军万马打造制造业获得的利润还要大。他们在几个方面大赚中国人的钱：经济回升时，通过拉升大宗商品赚大钱，让中国企业不得不在高价位买入大量的大宗商品，其后再将成本转嫁给国内的企业和消费者；经济回落时，通过打压大宗商品价格，又赚中国人的钱，中国经济“必将繁荣”的预期，给了很多投机者以发财的机会，这方面，中国得自己好好合计一下。

中国人喜欢说美国人不储蓄，不“喜欢”制造，实际上并不是那么一回事。他们不储蓄是因为他们觉得不值得储蓄，不应该为储蓄问题操心费神。虽然美国的政治家在一次次谈论美国的储蓄率低的问题，如果你深入分析下去，获得的结果可能很不一样。不要被对手忽悠自己。中国人储蓄率高，是中国民众的理性行为，是没有办法时的最好办法。美国人喜欢低储蓄率也同样是美国人的理性选择，而且还是主动的选择，不存在类似于中国民众那样的“没有办法”。中国政府和金融机构与美国机构的对垒，应该以这为思考的出发点，而不是应该老惦记着怎么样才能“教会”，或者“让美国人明白”他们的问题是储蓄率太低。

中国作为世界上的制造大国，在短时期内很难改变靠出卖体力赚钱养“家”这一特点。制造业的一个最大的问题就是边际利润率低，特别是你所制造的还是很低端产品时。这样的企业很难经受得住金融危机的打击。在一次小小的金融危机冲击之下，大量的制造业败落和破产，就是必然的结果。抱怨自己获得不公平的“待遇”是没有意义的。而且在目前，国家扶持还是以国有企业为主，还没有顾及到私营企业，也是一种理性的行为和选择。毕竟国内的私营企业的实力有限，对于这些企业国家金融扶持的风险太大。

不过，这至少也说明了几个问题：国家在鼓励国有企业的低效率生存，同时，又由于国家资源被国有企业低效率生存消耗掉，对于国家的长远竞争力只有坏而无利。要解决这个困境，部分靠更深化的私有化改造来进行。而这样做的结果，又可能使国家竞争力更加虚弱：如果将中国的所有企业都化解为私营企业，同时全面放开市场让它们和世界上的企业平等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争，结果很可能是尸横遍野。中国工业的竞争力太弱，这是一个矛盾，需要时间来化解。

中国依然生活在一个以西方为主导的博弈环境下，问题在哪里？中国是经济改革了，并且引入了市场经济，但是，政治体制在相当程度上还是以反市场经济的形式在运作，或者说，中国还在一代代训练没有市场经济头脑的人来参与市场经济中的残酷竞争。要解决这种现状，就应该将所有的关于中国经济问题的分析，置于市场经济的框架下来进行，而不是马克思的“政治经济学”。马克思的理论有他特有的价值，但是，作为指导市场经济条件下经济运行的理论基础，可能就有点偏差。至少在现阶段，应该给予市场经济为基础的经济理论更多的腾挪空间。理论上的滞后所带来的负面影响无影无踪，但却破坏力强大。在国际金融对垒和博弈中，靠的是智慧。如果我们一代代人再按照一个不着边际的思想训练下一代的话，结果就是一代代人在为列强打工送钱。

美国经济也是从制造业为主发展过来的，不过，在美国人搞制造业为主的年代，他们获得的边际利润可是要高得多，不像中国目前的廉价制造。按照这种态势发展下去，中国的强国梦也只能是一个美好的愿望了。国内总能听到人们在谈论如何让中国的企业搞高端的更赚钱的生意。这实际上是问错了问题，那是目的和结果。需要做的是建立一个引导机制，让国内的企业可以并且能够在那个战场玩一把，而且还有可能能够玩出一点名堂来。

启动农村土地制度改革，给农民甜头，对他们获得和拥有自己的财富的权利给以尊重，是一个不错的选择。国家通过捆住农民的手脚，以牺牲农民的利益来积累财富获得国家的富强的时代早就已经结束了。承认农民资产的价值，就是让农民也参与国家的金融市场上的竞争，这方面的潜力释放，很可能将获得难以预料的好效果。打破壁垒，打破垄断，尽可能营造一个平等竞争的环境，同时通过有效率的学校教育来训练真正有用、能够真正理解市场经济运作特点和规律的国民，才是最基本的治国之道。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十多年前，美国经济学家克鲁格曼在他的《亚洲奇迹的神话》中说过：亚洲的经济增长来自于汗水的投人而不是灵感，如果亚洲的经济增长有什么奇迹的话，那么就在于亚洲各国大规模的经济动员能力。

这句话说了好几个意思：政府对于经济行为的巨大影响力和积极参与的低技术含量。政府的权力太大，对于技术含量水平较高的经济体而言，副作用可能大于正面的效果。技术含量比较低时的经济发展模式，和经济发展到一定程度之后的经济发展模式，应该是很不同的。在经济发展到今天的中国，这方面有很多矛盾已经暴露出来，直面应对，找到更有效率的制度，与时俱进，才是上策。

在后危机时代，中国还将面临很多亟待解决的问题：中国作为美国的最大债券持有者，美国将会怎样忽悠中国而使自己获得利益；人民币国际化的可能性和利弊；救市带来的流动性过剩可能带来的后遗症；金融危机带来的启发和美国危机之后的对策启迪；准备下一轮世界经济的回升，中国该做什么，已经做了什么，能做什么。这些问题涉及到太多方面，我在这里无法展开。

不过，中国在资源管理和利用方面似乎已经开始理性化操作，对于稀土资源的管理就是一个较好的例子。2009 年 9 月 28 日的美国《华尔街日报》曾经载文批评中国控制稀土出口、破坏世界稀土供应，甚至“威胁美国的安全”。该文章援引出版集团一位编辑的话说：如果没有这些元素，我们将不再有电视屏幕、电脑硬盘、光纤电缆、数码相机和大多数医疗成像设备。而且，稀土还是形成强力磁铁的元素，而强力磁铁又是美国高科技武器导弹定向系统中必不可少的元素。没有稀土，就得告别航天发射和卫星，全球的炼油系统也会停转。就连汽车工业也在很大程度上依赖稀土元素的供给。

在这之前的美国《防务新闻》还载文称，美国尖端武器研发所需的稀土大多来自中国，由于中方不断加强对稀土出口的控制，美国国防部被迫开始探讨应对措施。而按照清华大学研究员周世俭的说法，中国稀土储量世界第一，但美国也是名列前茅。可是，美国人却以保护环境为由不开采

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本国稀土，而是购买中国的。

这场争论给出了不少很有价值和值得让人回味的问题：为什么中国人那么“喜欢”将那么重要的物资长期贱卖给美国人？现在美国人由于“突然”之间买不到来自中国的低贱的稀土资源，还居然可以说中国人不地道？这种强盗式的逻辑，为什么在美国人看来是很正常的？是不是中国人长期“改变”了美国人的思维逻辑？中国人是不是还在其他类似的方面做着类似的不明智的事情，就为了个人和一些单位的短期利益？政府如何从国家战略利益的角度来宏观管理自己的战略资源？

在这里，我不想站在任何一方来说话。我只是觉得，各方表示出自己的看法，没有什么值得大惊小怪的。博弈就是博弈，各方都在为自己的长、短期利益出招，只要双方清楚自己在做什么，同时也能够真正明白对方的真实动机和用意，那么，才有可能在知己知彼的基础上在博弈中保住自己的利益。中国的事务是中国自己的，美国的事务也是美国自己的。口水仗肯定会在今后一次次出现，对此，没有必要太认真和太较劲。自己做自己认为值得和应该做的事情就好了。不过，如果你的对手在对你的行为大唱赞歌时，反倒是得保持自己清醒的头脑。喜欢听对手说好话的习惯是很危险的。

至于中国的国际地位，虽然在危急时刻人们说的好听的话语比较多，但是，那毕竟只是暂时的，是利益的需要。一旦风平浪静之后，人们的说法很可能会出现很大的变化，大家得有这种心理准备。这也是博弈的自然现象，人家有求于你嘛。不过，不要以为对方有求于己就是对方已经不如自己了。夜郎自大的结果是后来的吃亏上当。美国强大的国力丝毫没有因为金融危机造成很大的损伤，中国也不可能因为一场金融危机就成为世界上的老大哥。危机只是给自己提供了一次前行的机会，而这种机会的抓住，还需要自己的及时发现和有效率的利用，否则，再好的机会也是白搭。而且，机会的价值也是转瞬即逝。在这次危机中，我注意到中国在能源布局上的动作，同时，也看到救助危急时刻抬高自己谈判的筹码。这在一定程度上表明中国在国际博弈中手段的成熟和精明。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总之，清楚自己的优势和劣势，知道危机中自己到底能够获得什么样的好处，知道对手求自己的真正用意，做一个大脑清醒的智者，才能在今后的博弈中处于主导地位，少吃点亏。

第四节 中国的困境

2009 年 6 月 15 日，美国财政部的官方网站发布了 4 月份国际资本流动情况的报告。该报告显示，截至 4 月底，中国减持了 44 亿美元的美国国债，将自己的持有规模缩减至 7,635 亿美元。从数据看，这还是中国自 2008 年 2 月份以来对美国国债的首次减持。无独有偶，在同期，巴西、俄罗斯、日本等国也做出了对美国国债的减持。

2009 年 3 月还是美国股市见底的时刻，那时候是美国民众对于金融危机的冲击最担心害怕的时候，是美国政府最需要其他国家出面帮助自己渡过“难关”的时刻。在这种背景下的第二个月，这么多国家都同时做出了对美国国债的减持，让不少人因此而议论纷纷。按照美国财政部公布的数据，从 2008 年 5 月到 2009 年 4 月一年之内，中国增持了 2,600 亿美元左右的美国国债。即使在 4 月份，中国也增持 103 亿美元的一年期以上的美国长期国债。中国减持的实际上只是短期美国国债，同时也是部分国债自然到期的结果。中国是持有美国国债最多的国家，排在第二位的是自己的赤字数额也很高的日本。

3 月份股市见底，4 月份开始美国股市大幅反弹。理性的投资者在 3 月底 4 月初开始卖出美国国债，投资美国股市。还有不少投资者，则在这个时候卖出美国国债投资到非美元资产的股市中去。唯独中国和日本几个大国，在这时候还很忠诚地坚守美国国债。

有好几次，中国外交部发言人在就减持美国国债问题回答记者提问时表示，关于中国的外汇储备，中国一贯本着“安全、流动、保值”的原则根据自身的需要来经营。至于买多少，什么时候买，都要本着上述原则决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国政府为什么卖，什么时候应该买和卖，真的是中国政府自己的事情，虽然美国政府为了自己的利益会一次次找到很多理由来说服中国政府继续加码美国国债的购买。

我也一直在思考：中国为什么会持有那么多美国国债？真的是很需要还是没有办法，或者说，是暂时还没有能力来处理这种巨额的结余？我曾经看到两篇关于中国“应该”持有如此巨额美国国债的文章，一则是一位美国学者写的，一篇是中国学者写的。两者所要说的核心点就是：中国的人民币不是国际流通货币，而中国在国际市场上又有着巨大的商品交易需求，于是乎，就需要有与之规模相配的巨额外汇储备来服务于这种需求。为此，这两位还很详细地计算了一下，看上去他们所说的似乎是很有道理。

如果就数字本身去谈，那么，我们正好掉进了他们设下的“陷阱”，因为数字的差别只在于多和少的问题，意义不是很大。关键一点是：在人民币不是国际流通货币的情况下，中国真的需要那么多的美元储备才能完成必需的商品交易吗？虽然很多美国的经济学家都会这么说，但是，即使所有的美国经济学家都这么说，就会是对的吗？可能对美国而言是对的，那么，对于中国的利益而言呢？自己的经济学家有没有基于自己的利益好好研究一下呢？

还有人说，亚洲金融风暴中，中国就是因为拥有巨额的美元储备才没有遭受来自对冲基金的巨大冲击。这种说法似乎有点幼稚。中国已经是一个经济大国了，在中国的货币价值被美国人说成是被“严重低估”的情况下，所有的上述理由都不会成立。

人民币的价值被严重低估，那么，任何时候都会有人很开心地用世界上任何一个被高估的货币和你兑换，你丝毫不用担心这方面的“流动性”问题。再者，对于一个被严重低估价值的货币，对冲基金怎么可能靠卖空来打压呢？那不是让原本就严重低估的价值更为低估吗？

而且，在国家财力强大的情况下，适当保持货币的价值低估可能还是一件好事，但是，如果真的被严重低估，可能也并不是什么大的好事。而



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且，所谓严重低估，就是人为的控制对市场价格的影响带来了对价值的严重偏离。这样的结果就可能给对冲基金带来很多机会，对于这样的机会，国家可能是防不胜防，而且，最后为了这种防护而支付的代价可能还更高。适度的低估可能是一个最好的策略。

最为关键的，实际上还是长期比较稳定的价值浮动。国力和经济发展是动态的，没有一个国家能够做到长期稳定地以很大的优势来发展自己的经济。那么，现在被低估的货币，很可能很快就成为被高估的，这种动态的监控和管理，甚至是必要的对冲，是一个值得认真研究的问题。再者，大家是该好好考虑慢慢放开国内机构参与国外的金融市场博弈了，你得让大家慢慢学会游泳，才有可能培养出游泳健将。金融市场的大门不可能永远关闭，即使做到了，也不可能带来国家的真正强大。

2009 年 10 月中旬时，美国政府对中国人民币汇率的评价很有意思：尽管面临着国内一些工会团体的压力，但是美国财政部还是再次拒绝指称中国操控人民币汇率。

在 2009 年 10 月 15 日美国财政部递交给国会的半年度报告中，没有将中国列人汇率操纵国名单之中。只是说，美国依然认为人民币币值遭到大幅低估，且将继续游说中国政府放开人民币汇率。美国官员还呼吁中国外汇汇率机制应更富有灵活性，并表示这种努力将令中国在维持物价稳定上获得更大空间。财政部的报告认为，人民币汇率依然受到低估的主要原因是：在过去的一年里，人民币兑美元的汇率十分稳定，而在同期美元对主要货币又遭受大幅贬值；在金融危机中的中国经济的持续发展对人民币内在价值的提升；在金融危机中和危机之后中国外汇储备的加速增长，这在货币的供需关系上也帮助人民币汇率的低位保持。按照财政部的报告，在 2009 年上半年，还没有发现美国的主要贸易伙伴存在操纵货币汇率行为以获取不公平贸易优势。

人民币由于主要还是和美元挂钩，在美元对主要货币持续走低之后，人民币也跟着搭便车“贬值”。这可以说是美国在自作自受，同时，美国人又因为在危急时刻需要中国的支持，有求于人，美国人对于中国人自然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得态度和蔼。

美国财政赤字过高，美国人没有能力还清借债，是最近人们谈论的主要观点。到底美国的国债问题严重到什么程度？到底中国大量持有美国国债是不是一件明智的事情，还会有很多人基于不同的动机提出很多"高见"。在2009年财政年度，美国国债水平达到历史的新高，为1.42万亿美元，这个水平超过了美国自己建国头200年国债的总和，从绝对量来看，甚至超过了印度这个国家的经济总量。这个数字相当于美国国内生产总值（GDP）的10%，相当于美国全国每人负债4,700多美元。尽管有人从各种角度进行数字对比，在我看来，最重要的恐怕就是这最后的一个人均4,700美元的负债了。

美国是一个民富"国穷"的国家。人民富裕，可以从民间积累的巨大财富看出来。而国家的"贫穷"，虽然表现在财政赤字上，但同时，大家更应该看到，美国这个国家真正拥有的"资产"和它的负债的比例到底是一个什么样的关系。美国的"国力"作为一个国家的实实在在的资产，是很多国家所无法比拟的。那些资产的价值不是可以用国债的多少能够衡量的。所以说，在说美国国家"贫穷"时，大家也不要太得意，觉得自己"国富"就是一种优势。口袋中票子的多少在一定程度上能够说明一些问题，但是，那毕竟是很有限的一些问题。

美国通过大量发行国债，向他国政府和个人投资者支付5%—7%的年利息，其后，又将这些资金投资到美国经济中去，为美国人赚取10%甚至更高的投资回报。结果，可能美国政府自己的赤字还是在增加，但是，美国人民的得益已经远远高于美国政府的付出。在这种内部再分配的过程之后，唯一的吃亏者只能是那些大量持有美国国债获得低收益的投资者。

区区每人4,700美元的国家债务，如果美国政府需要，几天就可以从美国民众那里"拿回来"。我觉得，对于大量持有美国国债的中国政府和日本政府，第一个要担心的不应该是美国人有没有能力还钱的问题，以及会以怎样一个"折价"（通过货币贬值）来还。而是应该好好想想，为什么自己"不得不"一再增加对这种低收益国债的持有？为什么不找一个能



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够让自己获得更多投资回报的渠道？中国政府在这条持债路上“必须”走多远？这才是最让人担心的。

国人喜欢谈应该。应该是一种理想，一种期待。实际上就是一种期待运气好，机遇和资源能够向着有利自己的方向演进。

世界是一个博弈场，每个人每个国家都在期待、希望有利于自己的形势出现。这和投资者的心态是一样的：我买进一家公司的股票，我基于某种个人的判断，觉得这就是目前我所应该做的最佳投资选择。最后的结果可能按照有利于我的预期发展，也可能不会。而且，还有一个短期和长期的区别。短期不利可能长期会有利，像巴菲特买进的很多股票，在买了之后短期可能会下跌60%，但长期他还是能够获得好几倍的投资回报。敢于和能够把握这种时机并且获得好结果，不是期待可以做到的。与之对应，短期好的，长期可能不好。这可以用鸦片做例子：早期人们没有认识到鸦片的真正功能，由于它有短期提神的效果就认为是有益于健康，而当认识到长期而言就是毒品的事实时，则已经是付出了很大的代价了。如果再看远一点，历史上中国的古代帝王，很多为了长生不老而费力费神获得的“神仙药丸”，结果还是将自己毒死了，不同的是，他们享受到了“独享”的高贵，至少在他们看来，物以稀为贵，高贵就意味着价值。虽然最后发现那是一种幻觉。

如果将“应该”的思维改变成博弈和不确定性的思维，对于很多问题的理解和对于后危机时代对策的制定，可能就会获得完全不同的结果。

在金融危机中，大量的中国金融公司被他人忽悠，并且因此而亏损巨大。于是乎，就有很多人出面，谈论要建立中国自己的理论体系和估值体系，等等。通过对垒西方的古典经济理论，来取得在金融战场博弈的主动权。在我看来，市场经济的内在规律不可能因为国家政治制度的不同而发生大的变化。唯一的区别是，政治制度和特定的经济环境作为重大影响因素，对基本经济规律产生了一定程度的偏离基本运行轨道的作用。我们的工作不是去再建一个理论体系，而是在经典经济理论体系的基础上来理解政治制度作为外因将对基本经济规律产生什么样的影响。即使是马克思的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济理论，在我看来，和古典的经济理论也没有多少冲突，不同的只是视角，也就是强调的重点不同而已。

知己知彼，百战不殆。最关键的工作，还是深入学习、理解美国等西方市场经济的运行特点。在这基础上，建立自己的评估体系。这种评估体系不是说要基于一种新的理论来建立一个不同的评估体系，而是对于西方体系的深入理解之后，知道怎么样做深入的风险分析和研究，能够在别人告诉你之前知道真正的价值在哪里。在别人告诉你时，你知道别人到底在说什么，他们所作所说的动机、出发点在哪里，以及别人所说对你自己决策的真正价值和意义。

兵不厌诈，金融战场如同军事对垒，虚虚实实，假假真真，随时随地都有人在忽悠你。即使你再有钱，那很可能就是短期的富有，对方可不在乎你的钱来得是不是容易。中国金融机构的一次次巨亏，实际上就是被人忽悠的结果，是不理解金融对垒实质的必然。功夫不深的原因，不是自己没有理论，而是自己没有理解对手用的理论。也就是说，你好不容易搞到了一块地盘、规模不小的军队和不错的武器装备，但是，你就是不懂得兵法和战阵，结果你当然只有败的结局。战场对垒，决胜的还是人而不是武器。

在国内，国有企业就是老大，很牛。这种环境和地位慢慢养成了国有大企业的自傲自大和不知天高地厚。在这种环境下呆久了的人一出国门和国外的金融机构对垒，就会出问题。这也是目前中国金融体系的悲哀，而且，很可能在可预见的未来还很难得以解决。

目前，中国金融机构在金融危机中损失不是很大。这种状况的解读被无数的人误解和自我陶醉，以为中国金融系统的管理和经营能力比西方人强很多。在我看来，实际结果正好相反。西方人是全部被扔进了大海，不管你喜欢还是不喜欢，愿意还是不愿意，那是西方市场经济的必然结果。而在大海上，再高明的水手，再高质量的轮船也有被大海淹没的可能。这就是为什么，在这次金融风暴中，那么多的金融机构被击倒，而且很多还是超一流的金融巨头，像美国国际集团、花旗银行、美林证券、雷曼、贝



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔斯登，每一个都是百年老店，每一个都是实力雄厚和人才济济。

与美国的金融机构不同，中国金融机构之所以受伤有限，是因为你压根就没有下水！下水的很小一部分又几乎是全军覆没。按照参与的部分来衡量，中国金融机构的损失率远高于西方的金融机构。如果你能够看到这点，那么，你的对策制定的方向就会完全不同了。

今后，避免出门和西方面对面在金融市场对垒是不可能的。现在的问题是，我们怎样才能够将自己的战舰逐步放到大海，参与和西方列强的对垒，而且还能够从长远的对垒中获得比较好的结果，这才是我们需要思考的问题。

而对于西方的金融机构和政府来说，他们的工作，就是怎么样迫使你更大更快地打开大门，更多更快地给予他们与你的金融团队决战的机会。他们知道，按照现在的势头，只要有决战机会，他们基本上就有胜算的把握。在金融博弈战场，中国的金融机构还是一个小娃娃。正视自己的弱点，知己知彼，谋求对策，才是中国今后成为强国和富国的基础。

第五节　危机之后的十大趋势

金融危机的发生和演变，最终将在根本上改变世界的运行格局，这句话在一定程度上是对的。但是，如果仅仅从表面看，得出一些自以为是的结论，可能最后是让自己误了自己的前程。危机的发生，肯定会让金融市场的博弈规则发生多层次的变化，深入理解这种变化的意义，对于任何想在未来的博弈中获得更多利益的参与者，都有着非凡的意义。在这里，我也试着评价一下很多人在谈论的十个大的可能趋势。

第一个趋势，金融监管的加强。这句话容易被人误解。美国对金融监管的加强有两种：一种是预防性的事前监管，一种是被动的事后监管。这次金融危机的出现，一个很大的问题就是对于非银行机构所采用的金融杠杆倍数的监管不力，对于金融衍生品的监管缺乏。在金融机构获得机会可以像投资银行一样经营时，很多银行就开始冒险了，结果就是几年大赚之



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后的巨亏，导致不少银行破产倒闭。金融衍生品方面，一个最重要的问题，是那个信用违约掉期，它实际上就是一个保险产品，可是，在业界一再有人出面说明需要按照保险产品类似的监管来约束这个产品和市场时，却没有人愿意动手，结果出事了。再有，就是那个CDO，美国人和美国政府之所以没有干预，并不是因为他们不知道可能的风险，而是他们觉得，既然美国的金融机构可以通过制造CDO来转移风险给老外，让美国的民众住上自己喜爱的住房，让美国金融机构获得巨大的经济利益，又何乐而不为。也就是在乐着看到自己的金融机构忽悠他国人民大赚黑心钱的时候，美国政府没有积极性去加强监管。事实上，如果不是这次金融危机，美国政府完全可以在某些方面加强监管，例如，限制美国公司自己在CDO上的投资，同时限制金融公司能够使用的金融杠杆倍数，那么，结果可能是：危机不会发生，但是，大量的来自美国之外的金融机构将出现巨额的投资亏损。债券是很多保守投资者喜爱的产品，在债券投资上投资者出现巨额亏损，只能说美国金融机构忽悠的水平很高。

说明白一点：在开始时，美国人实际上很明白可能的后果，只是一时贪婪过度，没有及时刹住。我们不能够由于危机是美国政府监管不力造成的就低估美国人的智慧。美国人的这种预见性水平，在吸取这次因贪婪而造成的危机的教训之后，会让他们在博弈场上更容易得手，更为有利可图。

至于美国政府对公司高管奖金方面的限制，很可能只是短期的。在这方面，美国作为一个国家没有什么损失。外国人在美国的投资规模比较大，通过对美国人采取高奖金的方式，从来自世界各地的股东那里多捞一点，对于美国没有坏处。再说，即使在美国上市公司投资的都是美国人，那么，这种高额奖金的结果充其量也只是利益在美国人之间的再分配。这些获得巨额财富的美国人将资金转移到国外的可能性也很小。对于美国这个国家而言，没有任何的损失。况且，按照一些经济理论，让那些富人多点财富，有利于让他们更为努力地工作，创造更多的财富。钱在富人手里的利用效率可能还要高一些。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这和中国国内的上市公司的情形还不同，国内的是在自己坑自己的同胞，美国人是在坑外国“同胞”。中国人在获得一定财富之后就想着法子将钱财转移到国外的做法，值得高层深思而治理。这种外流对国家实力的损伤是很大的。

第二个趋势，美国可能会更加社会主义化，政府干预经济的力度将会加强。我觉得，这不太可能成为一种趋势，只可能是短期和暂时的。美国政府和民众对于市场经济的喜爱根深蒂固，不可能因为一场金融危机就彻底改变。作为选举政治体制和民主政体，一个总统的权力毕竟有限。再者，美国人已经习惯了放任自由，只有在出现乱子时才矫枉过正。而且，从一个极端走到另一个极端，持续的时间不可能是永远。民主党和共和党执政的交错是美国政治的特色，不可能因为危机而改变。危机过后，共和党执政的机会还是会大于民主党，这个事实是变不了的。美国需要的是更多的理性化和对利益集团的更多管制，借以抑制不同利益集团的贪婪。中国需要的是更进一步的市场经济化。当年邓小平说“不管白猫黑猫，抓住老鼠就是好猫”，只论“结果”，不问“过程”。在开始时的那个“摸着石头过河”的年代，这应该是一个明智的选择。现在应该是进入保障“过程”本身效率的时代，也就是以制度创新，来建设一个能够从根本上保证资源配置的效率的年代了。

第三个趋势，有人说，危机的出现是因为美国人储蓄率太低造成的。我看未必。从我的分析看，危机的造成，是一个特定的经济环境让金融市场的玩家感到那样做是理性的最佳选择，外加美国政府和金融机构的贪婪，想借机耍一下外国佬的结果。他们开始时是在耍外国佬，可是不久之后，他们“发现”里面有很好的赚钱机会，于是自己也跳了进去。再者，他们也低估了这些外国佬的智商，没想到这帮人也有醒悟的时候，结果是出了纰漏。可以说美国人是在害人害己。危机之后，在经济形势稳定之后，美国人还会少储蓄多消费，美国这个国家也还是有办法在这种情况下保持自己的强大。美国人有的是手段，而且，今后还会创造出新的手段来忽悠国际投资客。期望美国人像中国人一样通过高储蓄率来解决他们的欠



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

账问题，恐怕只能是一厢情愿。中国得做好斗智斗勇的思想准备，后面的恶斗会很多很复杂。

第四个趋势，由于美国人储蓄倾向的改变，中国经济的发展模式需要从外需驱动变为内需驱动。这个着眼点是错误的。以内需为主的经济发展模式，是任何一个大国在经济发展到一定水平之后的必然选择，而不是也不应该是由于美国人增加了储蓄率之后的被动选择。美国人低价购买中国的制造品，或者是其他国家的制造品，这种趋势不会因为美国人储蓄率增加几个百分点而有所改变。美国人不可能“那么贱”地去按照中国目前的劳动力价码生产商品，这项工作今后还会是第三世界人民的工作，那是穷苦劳工做的事情。这就是世界分工合作的结果，是经济和科技发展水平的差异决定的，公平不公平没有人在乎，也没有人在乎得了。中国自己实际上也面临很大的困境，而且在可预见的未来看来还难以解决：如果你加强对劳工待遇的关注，已经很严重的就业问题将“变得”更加严重。这似乎是一个死结。提高广大农民的财富水平，应该是一个出路，减少他们生存的压力，让外国老板来为他们更好的生存权利和环境买单，应该是一个努力的方向。过去的以牺牲农民利益来救中国的策略，改变为给予农民尽可能多的实惠，很可能这些人数众多的农民还能够在拥有大量财富的基础上，以真正主人公的身份来解开那个“结”。

第五个趋势，这次危机之后，以金砖四国为主的新兴市场经济，在世界经济氛围的影响和实力会进一步加速上升。现在，新兴市场经济国家的国民产出已经占到全世界的40%，有人预测说，这个比重肯定还会上升。由此期望这些新兴发展起来的国家能够团结起来，对垒西方阵营并且长期获胜。这样的结果从目前的状况来看，我认为机会很小，除非有重大的制度创新结果出现。如果一切都很顺利，如果新兴经济体能够在危机之后按照一种乐观的速度发展，几年之后，类似于亚洲金融危机的危机就会再次出现，美国人等西方玩家稍微玩一下，你几年积累的财富很快就会大幅缩水，于是乎，你又不得不从头再来。历史一次次重演过这种悲剧，今后也还会再次重演。这其中的问题和核心原因，值得人们认真思考。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六个趋势，多极化趋势更加明显。我看事情没有那么简单。在目前遭受金融危机之后，美国暂时可能不会像以前那么有攻击性，但是，美国人的这种“乖巧”只会是暂时的。美国人到处出击和进攻，为的还是自己国家和民众的利益，只要这种出击是有利可图，也就是这种“投资”能够获得好的回报，他们就会继续做。至于钱的问题，美国人总会找到办法得到它。现在的美国人可以拿着中国人大笔的钱在自己手里玩，那时候他也能够做类似的事情。当年的日本不是有机会算计美国吗？还是没有做到，为什么？这背后的原因值得深入思考。美国人有的是办法，他们的创新能力太强了。中国人想获胜，必须从制度创新开始。如果有一天，中国能够达到让每一位公民也能够像美国公民那样有足够的积极性去创新，同时，又很有积极性将自己累积的财富留在中国，那么，大量的世界人才也会朝中国这边流动，外国的财富也会流向中国。目前，时不时也有不少国外资金想流进中国，但是，那种资金的目的只是短期的获利驱动，是制造混乱的根源。怎么样在对手想获利时，自己也能够获得更多的利益，那才是最关键的。美国人通过国债达到了这点，在其他方面也做得很成功。那些东西都不是美国人强行推行和短期努力的结果，美国人的成功有其内在的原因和必然性。这内在的必然性才是中国人应该好好研究和学习的。

第七个趋势，通过开发新能源实现跳跃式的发展。这种思路的着眼点不错，但可行性让人怀疑。谈来谈去，这些都只是手段，手段不可能是核心的。就新能源这部分看，通过热炒新能源革命，美国人已经成功地让中国人大量投资在一个短期很难有好的回报的项目上，这已经是美国人的成功了。中国目前做的还是低端，一旦条件成熟，美国人就会在高端将最肥的利润拿走。这很有点像微软在软件行业做的事情。中国投资的一窝蜂和一次次的低水平重复的“中国特色”很可能给美国人“渔翁得利”的机会，值得警惕。

第八个趋势，经济全球化的趋势不仅不会停下来，还会加速。在全球化的驱使下，在“地球村”业已形成的情况下，当然需要国际合作。无论是发达国家，无论是大国、强国还是新兴发展的国家，都会越来越需要全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

球合作来为自己的继续发展谋求机会。但是，合作的前提还是博弈，还是自身利益的维护。

第九个趋势，有人说，这次危机在很大程度上出在国际金融体系内在的缺陷，核心是以美元为主的国际货币的不受约束性所带来的国际货币的危机。基于这点，人们认为，美元一币独大或者一币作为国际货币的金融格局和国际金融体系在危机之后将发生变化。人民币的国际化将是一个不可阻挡的国际趋势。现在已经建立的国际货币互换和推进人民币的结算中心，已经成为这个趋势的前奏。

这种分析有对有错。我认为，通过创新出 CDO 和随后的 CDS，外加美国经济的持续繁荣和强大的国力，才是危机发生的基础和前提。这几点缺一不可。如果没有美国长期的强大和富强，即使有了 CDO 和 CDS，在人们计算风险时，也不可能得出低风险的结果。而又正是美国房市的长期繁荣所带来的长期的低违约率，让人们基于长期数据分析得出了美国房贷债券低违约率的结论。而又正是这种结论，让大家以为那些以房贷为基础的 CDO 是风险很低的债券。即使没有美元作为国际货币，这种事实也会在 CDO 创新出来之后放大美国的房市泡沫。CDS 是催化剂，让 CDO 制造的泡沫发得更大更快而已。美国的长期富强和稳定，也不是几句话和几个阴谋就能够让几万亿美元的国际资金相信的。忽悠会有效果，但不可能会有这么大的效果，更不可能会有这么长时间这么大的效果。人都是理性的，投资者的精明和智慧不能被低估。

期望通过让人民币承担部分国际货币的功能，很大程度上可能是因为中国拥有太多美国国债的原因。如果真是如此，就不应该仅仅在人民币国际化上花工夫。在我看来，人民币想打败美元在最近十几年应该是很难做到的一件事情。中国作为一个社会主义国家的事实，不可能让西方放心大胆地接受中国的人民币来主宰世界。美国人不让，中国人又想做，这就是博弈。博弈的成功，还是取决于人才优势。

金融对垒玩的还是以市场经济为基础的对垒，美国的人才淘汰系统和人才能够获得的展示才能的众多机会，也是一个正面因素。在这方面，中



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国得好好反思自己。

在中国国力已经一天天强大的时候，是可以通过放开金融市场，来通过“吸引”外国投资者获得利益的。让外国人来为中国的房市和基础建设买单，通过提高自己投资的效率，来达到富强的目的，也是一个很好的选择。不过，和美国相比，中国还有一个很大的劣势：投资回报的低效率。如果你没有办法让投资获得理想的回报，当然你是很难借到钱的，因为，由于自己的低效率，你可能连很低的利息都付不出来。这从一个角度也许可以解释中国政府“喜欢”持有那么多美国政府债券的原因：政府投资的低效率。

第十个趋势，以注入流动性对付因为流动性过剩产生的危机，必将带来后遗症。如何在危机之后将这过度注入的流动性抽出，会不会因为抽出太早带来动荡，或者因为太晚又制造出新的危机隐患，然后又为了消除这种隐患而制造出新的危机，就是一个值得认真研究的问题。在“9·11”恐怖事件之后，美国政府为了稳定国民经济，采用宽松的货币政策外加宽松的政府监管，结果是在制造流动性过剩的同时，制造出一个个金融大泡沫。现在是在流动性过剩之后再注入更多的流动性来治理危机，其后的流动性把控是一个很需要水平的事情。

通过降低利息，美国才得以将房贷市场的违约率稳定在一个能够接受的水平；通过注入大量的政府资金，美国政府才得以实现让金融机构账户上保持一个“健康”的资产负债表。如果为了对付流动性过剩而抬高利率，美国的金融机构将不得不再次面临房贷市场违约率升高的结果，伴随的还有其他信贷市场违约率的上升。再者，很多美国政府注入给金融机构的资金，实际上只是躺在金融机构的账户上做“名义上”的保护，为了这种保护，金融机构还不得不支付高达 10% 的利息给美国政府。在低利率时代，金融机构是很难找到渠道去赚回这个 10% 的投资回报的。这无形中给金融机构增加了自己的成本负担。而如果政府撤资，金融机构将面临更大的流动性不足的风险，特别是在利率上升之后。当然，利率的回升将会给金融机构以机会获得比较高的贷款利率收入，但是，在美国失业率居高不下



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的情况下，又会有多少人能够负担得起这种借贷呢？这些矛盾处理不好，就会酿成一次新的危机。对此，中国政府和美国政府都需要认真研究和分析。其中会有很多特殊的机会，也隐含着难以预估的风险。

很多时候，"车到山前"时，人们能够有的选择实际上已经很少了，明知不可为而为之，这就是"摸着石头过河"需要付出的代价。这种改革模式应该被成熟的理性思考和优良的预测来取代了。"摸着石头过河"是在没有办法时的办法，不应该继续成为执政的模式了。

第六节　如果美元崩溃

说美元会崩溃，现在看来可能有一点天方夜谭的味道。不过，在2005—2006年时，不也是因为众多的金融机构觉得美国的房市比较成熟，不可能出现高比例的房贷违约，结果让那些深信历史数据预测魅力的金融巨头们，在志得意满地采用高达35倍的金融杠杆投资那些看上去非常安全的以房贷债券为基础的AAA级债券，结果造成巨亏，最后让自己走向破产的边缘甚至破产的吗？那么，如果现在看来不可能出现的美元崩溃，有那么一天真的崩溃了，又将会是一个什么样子呢？这看来还真的是值得大家好好思考一下的问题。

所谓美元崩溃，就是指美元在现有汇率基础上的突然大幅贬值。现在一美元对欧元的汇率已经到了1 ∶ 1.5的水平，贬值已经不少，如果在此基础上再突然贬值三分之一到1 ∶ 2，那么，美国经济和世界经济将会是一个什么样子呢？中国将会受到什么样的影响？我们可以基于基本的经济学逻辑来大致看看。

大家可能还记得亚洲金融危机时的情形：对冲基金通过狙击，让亚洲国家的货币对美元突然大幅贬值，结果带来了亚洲国家的金融危机。对美元的狙击，虽然没有那么容易，但是，在美国经济实力下降太厉害的情况下，可能也会因为某种不可预见的突发事件而出现美元崩溃的。如果这种结果真的出现了，如果中国政府都没有做最基本的准备工作，那时候，可



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能面对的将是一个什么情形？

对于中国，虽然人民币是基于一揽子货币在决定自己的汇率水平，实际上，决定人民币汇率的主要因素还是美元的价值，也就是说，人民币还基本上是和美元紧紧地“捆绑在一起”的。所以，美元对欧元和日元汇率的大幅下降，带来的可能也是人民币汇率的大幅贬值。这样一来，中国产品在美国市场和欧洲市场的竞争力就会更强。但是，中国从欧洲和日本进口产品的成本也会变得很高。问题是，如果美元贬值太大，人民币和美元的这种关系到底能够铁到什么程度，可能还是一个巨大的问号。毕竟，决定一个国家货币价值的还是这个国家的经济实力和政治风险。现在，在金融危机之后，中国的经济实力不仅没有被弱化，而且还有所加强。与此同时，美国的经济则因为危机而出现了明显的下跌和弱化。一个变强，一个变弱，两者的汇率又同时对主要国家的货币同幅度贬值，这就是一个不能够长期持续的问题了。按道理，中国的人民币应该是像欧元和日元那样对美元大幅升值才对。暂时大家没有看到，说明是被抑制了。不管导致这种结果的原因是什么，这种状况终究是不能持续的。除非中国自己采取高通货膨胀，否则，人民币对美元大幅升值就是一个再自然不过的必然会发生的事情，而且，一旦开始，很可能还是很快速的升值，在比较短的时间内将被长期压抑的能量释放出来。这种结果是很可怕的。

对于中国的国家资产，由于自己持有太多的美元，在人民币对美元大幅升值之后，就是这些美国国债价值的大幅缩水。结果就相当于是，美国人用高价将自己的“美元”这一特殊商品大量卖给了中国人，其后，又在“美元”低价时来计算自己所需要偿还的债务。应注意到，这里还只是计算，还不是开始偿还。在 1970 年，美国人采用了类似的办法来对付欧洲。在 20 世纪 50 和 60 年代，欧洲许多国家为了维持自己国家货币和美元的稳定关系，大量购买了美国的国债，其后，越战后石油价格的高涨，最主要的还是美元购买力的疲软，让欧洲吃尽了苦头。后来，美国也是用类似的办法来对付日本的，这种情形估计会在中国人身上再次重演。而且，这一次中国人的亏损很可能会比当年日本人的来得大得多。如果明智一点的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

话，就应该趁现在人民币和美元的汇率相对而言还算稳定的时候，处理掉尽可能多的美元。不过，在美元已经对除了人民币之外的主要货币大幅贬值的时候，中国实际上已经没有多少选择的了。最好的选择可能是，用美元资产置换美国国内的其他以实物为基础的金融资产，像优质公司的股票等。这些资产既有保值的价值，又有升值的潜力，同时，由于它们目前还是以美元计算价值，估计还有一定的置换空间。如果美元崩溃，中国人看到的第一个结果就是大量的中国资产的贬值。可能是十多年中国人民辛勤工作的汗水钱就此打水漂儿。

对于中国所生产的产品，在美元崩溃导致人民币突然大幅升值的情况下，结果只能是对欧元和日元的突然升值，于是乎，人民币对几乎所有的主要货币的汇率都会突然升值，被压抑的“低估”价值就会因为美元的崩溃而突然释放出来。中国生产的产品在世界市场的突然涨价，带来的就是成本推动型的通货膨胀，结果就是不可避免的世界性的通货膨胀。一夜之间，中国的出口业将遭受重创。不过，中国进口成本会立即下降很多，这时候，中国可能能够借机进口很多在过去人们不太愿意卖给你的高技术产品，如果那时候中国还有足够的非美元储存的资产的话。

对于美国，美元的突然崩溃，美国人看到的就是进口产品的涨价，结果就是大面积的通货膨胀。现在美元虽然对欧元和日元已经贬值很多，但美国国内还是看不到明显的物价上涨，很大程度上还是中国人的功劳。对于美国人来说，只要和人民币的汇率稳定，即使世界上所有国家的货币都对美元升值，美国人也还是可以通过从中国进口大量的价廉物美的商品获得稳定的物价水平。这就是目前的现实。这也是为什么，虽然美国人在口口声声说中国的人民币被低估，但并没有说它被人为地操纵的原因之一吧。如果人民币真的像欧元那样对美元升值一倍，那么，美国人感觉到的可就是切肤之痛了。中国人民币的低估，给美国保证了基本日用品和基本工业品的稳定物价。

如果美国因为美元崩溃和人民币升值带来了通货膨胀，美国人可能就会利用国家机器来保卫自己的经济安全了。那时候，贸易大战，甚至必要



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的战争都可能出现。与此同时，那些没有预测到美元会崩溃的金融机构，可能就会面临自己破产的命运。在一个国际化很厉害的时候，这样的金融机构可能不在少数。不过，美国人虽然看到自己手里资金的购买力在减弱，但同时，他们也能够看到，自己欠他人钱的价值也下跌不少。这个下跌是基于美元的购买力来衡量的。

不过，面对高通货膨胀，美联储必然会采用提高利率的办法来抑制“过热”的经济，结果，那些在低利率时代还能够挣扎着将自己的房贷继续扛下去的房奴们，还有那些为数众多的信用卡和汽车贷款借债者，可能就会选择违约了。接下来的，就是类似次贷危机对金融市场的冲击。

美元的突然狂贬，将使很多企业不得不面对成本的高速上升，带来的就是企业盈利能力的下降。结果就是美国的股市大跌，美国民众财富的缩水。其后就是美国消费者信心的下跌和财产的减少，伴随的就是消费的低迷。于是乎，美国政府就得再向世界各国借钱来刺激美国经济和救助美国的金融机构。在美元狂跌的情形下，在中国和日本已经因为借太多钱给美国政府而吃了大亏的时候，是不是还有政府愿意和能够再借巨款给美国政府呢？如果美国政府借不到钱，是不是就不得不通过印钞票来救助美国经济呢？如果是，那么，作为世界储备货币的美元的归宿又会是一个什么样子的呢？

如果按照这样的逻辑继续分析下去，我也不知道会是一个什么样的结果，很可能就是人类的一种灾难，甚至发生第三次世界大战的可能性都有。那时候，或许还是世界的末日呢。

即使不谈美元的崩溃，如果在现在看来似乎是已经远去的金融危机，突然杀一个回马枪，它所带来的冲击力和破坏力会不会比已经过去的还要大？从 2009 年 10 月公布的美国金融机构的财务报表看，数字似乎是在说明危机已经过去，但是，如果你细读，就会看到，给金融机构带来毁灭性打击的呆账和死账问题，还是依然存在并且还很严重。如果因为某种原因，美联储必须调高利率，这些呆账和死账对金融机构的打击可能会让更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多的金融机构破产，更不用说因为利率上调带来的更多的违约发生了。那时候，美国政府还得面临一个需要救市又没有人借钱给它的困境，而且，还会由此带来美元的继续贬值，那么，结果又会是怎么样的呢？



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后　记

危机似乎已经“过去”，但危机过后的一年零两个月又传来迪拜高达800亿美元的债务危机，很多世界金融大鳄都将因此遭受为数不小的贷款损失。很多跟风赶热闹的投资者，也将不得不面对巨额的投资亏损。这其中也有不少中国私人和政府机构投资者。在遭受房贷债券投资巨亏之后，人们一直就在担心可能发生的来自信贷领域的危机。迪拜事件会不会成为第二波冲击的开始？

有人说，现在我们的关注点，不应该再是对危机的根源和演进过程的反思，而是对危机之后世界格局的判断和对策的研究。殊不知，没有对危机根源的深入分析和理解，又何谈判断和对策呢？

到2010年年初，美国的失业率还处于10%的高位，此外还有失去工作之后不得不靠打零工度日的7.3%的人群。这高达17.3%的在就业市场门外挣扎着的人们，何时能够获得一份足以养活自己和家人的工作，还是人们操心的问题。再来看看中国那数以千万计的无工作和靠打散工度日的挣扎者，这一切，是不是也还在告诉我们，危机的巨大影响，不可能是短时期就能够消逝的？

过去十年中国经济创造了一个辉煌成长的记录，同时也留给美国人民一段失落的历史。美国股市的十年徘徊，留下了为数不多的成功者，但却产生了大量的失败者。谁能保证，下一个十年就会很不一样？如果历史重演，你能够做得更好吗？

世界上经营企业或管理国家，对于不同时代的不同个体，会有很多不同的模式。但没有一劳永逸、保证永远成功的模式，能够获得长期成功



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，只有像盖茨和巴菲特那样在时时刻刻提示自己危机意识的“谦虚者”。正是这种意识，让他们时时刻刻有如履薄冰之感，即使是在取得了一个个很伟大的博弈胜利之后。因为他们知道，胜利只是暂时的，博弈和对垒却是永远的。

事实上，美国国际集团前任CEO，那个将公司从一个小不点打造成一个世界金融巨无霸的格林伯格，也是这样的一个人物。只可惜，在他离开美国国际集团之后，他的这种危机意识，被那些宠坏了的“富二代”在“老子天下第一”的自豪感中，短短几年时间就给毁掉了。美国国际集团败落的故事，值得每一位金融界、企业界和投资界的人认真思索和研究。也正是基于这样的理解，我还写了一本《格林伯格与美国国际》，目的就是探寻这样的金融帝国是如何打造出来的，又是如何败落的。

我是一个在金融市场这个大海中玩耍多年的“小孩儿”。说实话，我是没有“资格”在这里告诉任何人成败经验和教训的。这些金融巨鳄们的败落根源，似乎也不是我这样的小人物能够点评清楚的。不过，有时候我又觉得，也正是因为我们有着平常人的眼光，才能够洞察那些金融巨鳄们高高在上时所看不到的很多问题。

很多时候，直觉的力量要比看上去复杂的数学工具和专业术语所给出的不着边际的理论来得实在和有用。巴菲特和彼得·林奇的投资成功，在一定程度上就是得益于他们对于“高深莫测”理论的藐视，对于诺贝尔经济学奖获得者的理论的不屑一顾。最后的结果证明，那些人谈论理论虽然能够让他们获得大奖，但是，基于他们的“伟大理论”进行的投资，最后的结果很可能就是“失败”二字。那个完全基于直觉来逆市行走的对冲基金经理保尔森，最后却能够孤独寂寞地在大家都亏钱的情况下让自己大赚特赚，这就是最好的证明。

回想起来，在保尔森看到机会时，实际上问题已经是很明显的了，可是，我们多数人却觉得对那不是问题的问题，没有必要去大惊小怪。这就是慢火煮青蛙的效果，等你意识到问题严重时已经来不及行动了。在危机之后，我一直在想的问题是，下一次，我们能不能变得聪明和敏感一些？



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

写这些书，实际上也是为了这个目的。在美国混了20年，实际上已经经历过好几次周期性的危机和机遇，大部分都被我错过了。

很多人说，人生机会难得。实际上，人生机会很多，只是意识到是机会的人太少。倒是事后诸葛很多，似乎也很容易做。下次机会就是现在，就在大家的眼前，就在你我的脚下。问题是，机会就如同春风。春天可以让很多人因为重感冒而病倒甚至死亡，春天也同样能够给万物带来生机。

作为一直在第一线冲杀，时而有些斩获，时而被市场杀得血肉模糊的我，感兴趣的可能和很多人有所不同：我想比较深刻地了解，为什么这次金融危机能够那么快而且又那么大面积地造成金融领域的伤害，那些拥有足够多精兵强将的金融巨头们，那些曾经受过一次次金融风暴洗礼并且安然渡过的金融巨鳄们，又是因为什么原因而败落的。表面的哲理分析虽然很“高雅”，但对于我而言价值有限。我是一个喜欢实战的人。

金融危机涉及太多的主题和值得研究的东西，对于金融危机的深刻认识，很可能在几十年内也会产生出具有获得诺贝尔经济学奖价值的作品，同时，对其中失败教训与成功经验的领悟，肯定能够给很多人带来海量的财富。

完成这样一本书的写作，需要胆识和耐力。如何描述清楚这次大危机的面貌，如何浅显易懂地解读金融危机中一个个金融巨鳄失败的原因，如何帮助读者获得必需的智慧，是一个很大的、不太容易完成的课题。

作品最后的好坏和社会价值，当然是得由读者来评判了。不过，有时候我自我安慰说：有了这本书，我就可以时不时拿出来读读，琢磨一下危机中到底问题出在哪方面了，同时，还能够在自己投资太顺利时，拿出来冷却一下自己的头脑。我十多年的投资经历告诉自己，最容易出现投资巨亏的恰恰就是牛市顶峰之后，而那时的投资者却基本上都已习惯于股市的继续上涨了。有意识主动防范风险的个人，寥寥无几。

成功投资的哲理说起来容易，理解起来看上去也很容易，但做起来很难。如果你能够从一次次的金融危机中体会到其中隐含的智慧，那么，你就会成为一位更好的投资者。至于你手头已有的资金是多少，实际上并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是最重要的。保尔森能够以200万美元起步，在几年时间里就打入美国富人榜。而那些手握他人巨款的人，如果不用心用力，也可能带给投资者的是一次次的巨亏。

本书的完成应归功于自己家人为我所做出的牺牲。但是也要感谢二十多年前在人民大学工作时就有幸结识的老朋友，北京全品文化发展有限公司的老总肖忠远先生。是他，二十多年来，一次次不遗余力地帮助、鼓励我这位老乡兼老兄。

读者如果对本书和本人的其他著作有什么建议和评论，请告诉我。我的电邮地址是：

XiangWangBooks@Gmail.com。

2009年10月20日初稿。

2010年3月10日修改定稿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GAME PLAYING IN
WALL STREET
博弈华尔街




ISBN 978-7-5060-3941-3
9 787506 039413

定价：39.50元